

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ
УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ им. А. М. ГОРЬКОГО

Л. С. Ружанская

РАЗВИТИЕ ВНУТРЕННИХ МЕХАНИЗМОВ
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ
В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

Екатеринбург
Издательство Уральского университета
2008

ББК У9(2)212.4
Р837

Издание подготовлено в рамках инновационной образовательной программы Уральского государственного университета «Опережающая подготовка по прорывным направлениям развития науки, техники и гражданского общества на основе формирования инновационно-образовательного пространства классического университета в партнерстве с академической наукой, бизнесом, органами власти с использованием мирового опыта в области качества образования и образовательных технологий»

*Рекомендовано к изданию экспертно-конкурсной комиссией
Инновационного образовательно-научного центра
«Бизнес-информатика».
Протокол заседания № 14 от 13 июня 2008 г.*

Научный редактор

И. В. Ивашковская, кандидат экономических наук, профессор
(Государственный университет Высшая школа экономики)

Рецензенты:

Е. П. Дятел, доктор экономических наук, профессор
(Уральская государственная архитектурно-художественная академия);

И. Н. Баранов, кандидат экономических наук, доцент
(Высшая школа менеджмента Санкт-Петербургского
государственного университета)

ВВЕДЕНИЕ

Предлагаемая работа представляет собой попытку выяснить роль корпоративного управления в создании условий для развития российских компаний. Перед исследованием ставился вопрос: являются ли сегодня внутренние механизмы корпоративного управления эффективными для поддержания и закрепления интересов инвесторов в повышении конкурентоспособности и развития бизнеса?

Наиболее остро проблема развития стоит для регионального бизнеса. Уральский экономический регион, основными направлениями специализации которого являются горнодобывающая, металлургическая, химико-лесная, топливно-энергетическая промышленность, относится к старопромышленным регионам. Он имеет исторически сложившуюся производственно-экономическую базу, ядро которой образуют отрасли первых стадий индустриализации. Необходимая реструктуризация большинства непривлекательных для инвесторов предприятий требует большого объема инвестиций. В связи с этим возникает проблема повышения инвестиционной привлекательности компаний региона. Используются ли для решения этой проблемы механизмы корпоративного управления? Какую модификацию они претерпевают в условиях специфических взаимоотношений регионального государства и бизнеса? Ответы на эти и другие вопросы мы попытаемся дать в данной монографии.

Изучение российских акционерных компаний с точки зрения корпоративного управления происходило по определенной логике, вытекающей из истории их становления и развития российской экономики в целом.

Роль эмпирических исследований в этой области сложно переоценить. Объект изучения — российская корпорация — возник сравнительно недавно в рамках процесса приватизации крупных и

средних отечественных предприятий. Высокие темпы институциональных преобразований в российской экономике привели к серьезному дисбалансу во многих сферах хозяйствования, в том числе в области корпоративного управления. Несовершенство институтов переходной экономики не позволяло исследователям проверять традиционные для западных моделей гипотезы, основанные на постулатах теории агентов, предполагающей наличие развитых рыночных институтов и конкурентной среды. Аналитиками велся поиск специфических моделей функционирования российских корпораций. Для отечественных предприятий корпоративное управление оставалось долгое время навязанным извне нормами, не отвечавшими интересам лиц, реально принимавших решения на фирме. Формализованный подход к применению стандартов лучшей практики нивелировал роль качества корпоративного управления как сигнала для инвесторов¹. Условия хозяйствования 1990-х гг. не представляли перед управленцами и собственниками предприятий (зачастую это были одни и те же лица) долгосрочных задач. Краткосрочные ориентиры в бизнесе не подразумевали развития инвестиционной деятельности. Связь корпоративного управления и эффективной работы компании была крайне непрозрачной и плохо тестировалась на статистических данных.

В связи с экономическим подъемом 2000-х гг. изменились приоритеты и мотивы инвесторов, нуждающихся в финансовых источниках для расширения производства. Рост российской экономики вызвал спрос компаний на использование механизмов корпоративного управления (Гуриев и др., 2003). Развитие механизмов корпоративного управления продвигалось от лежащих на поверхности, наиболее легко идентифицируемых рынком и внедряемых самими предприятиями, до базисных, роль которых осознается участниками предприятия при фундаментальных преобразо-

¹ Сигнальная функция корпоративного управления подчеркивается определением, данным Berglöf, von Thadden (2000): «Corporate governance can be defined as the mechanisms transmitting signals from product markets and input markets into firm behavior» («Корпоративное управление можно определить как механизмы, трансформирующие сигналы рынков товаров и факторов производства в поведение фирмы»).

ваниях в системе управления. Качество корпоративного управления стало играть роль сигнала для инвесторов, означающего защиту их интересов (Black, 2001; Black, Love, Rachinsky, 2005). Использование корпоративного управления вышло за пределы определения, данного Shleifer, Vishny (1997), оно стало не только гарантировать поставщикам финансовых ресурсов возврат своих средств, но и создало условия для лучшего понимания бизнеса собственниками и лицами, принимающими стратегические решения на фирме. Это, в свою очередь, повысило управляемость и эффективность функционирования компаний, тем самым снижая уровень риска принятия решений.

Развитие корпоративных отношений шло не только вслед за внешней средой бизнеса, но и за изменением внутренней среды корпорации. Изменялся состав участников корпоративного управления: сокращалась доля государственной собственности, росла доля крупных частных инвесторов, в том числе групп компаний, появились команды квалифицированных наемных менеджеров. Как изменилось применение механизмов корпоративного управления? Какие из механизмов оказались наиболее востребованными и при каких условиях? Можно ли расценивать корпоративное управление как фактор развития российских компаний? Это неполный перечень вопросов, которые традиционно ставятся в исследованиях.

Эмпирические работы в области корпоративного управления в российских компаниях были вызваны к жизни потребностью осмысления результатов преобразований в корпоративной сфере. Инициированные государством изменения в функционировании предприятий поставили перед исследователями задачу анализа эволюции практики корпоративного управления в целях разработки рекомендаций для органов государственного регулирования, инвесторов и менеджеров компаний. В общем потоке работ можно выделить несколько направлений, отражающих основные этапы и проблемы развития российского корпоративного сектора.

К началу 2000-х гг. авторы наблюдали несовершенство институциональной сферы корпоративных отношений и несоответствие российской практики международным стандартам корпоративного управления. В этой связи выделились работы по выявлению национальных особенностей модели корпоративного управления

(Клейнер, 1999; Клепач, Кузнецов, Крючкова, 1996; Кузнецов, 2002; Радыгин, Сидоров, 2000; Радыгин, Энтов, 2001; Радыгин, Энтов, Межераупс, 2003; Радыгин, Гонтмахер, Межераупс, 2004). Несовершенство институциональной среды корпоративного управления, и в первую очередь законодательной и исполнительной системы защиты прав собственности (Радыгин, Сидоров, 2000), обусловили выбор инвесторов в пользу концентрированной собственности как наиболее действенного механизма мониторинга деятельности менеджмента. Эволюция структуры собственности в российских акционерных обществах привела к формированию различных типов корпоративного контроля, определивших практику применения различных механизмов корпоративного управления (Андрефф, 2004; Всемирный банк, 2004; Голикова и др., 2004; Гуриев, Рачинский, 2004; Дерябина, 2001; Долгопятова, 2001, 2004, 2007; Долгопятова, Уварова, 2007; Капелюшников, 2001, 2002, 2005; Перевалов, 2000; Радыгин, Гутник, Мальгинов, 1995; Шашитко, 2004). Сложившаяся система концентрированной собственности позволила сосредоточить в руках доминирующих собственников реальные инструменты управления компаниями.

Развитие российской экономики после 1998 г. вызвало спрос на стандарты корпоративного управления и привело к развитию корпоративных отношений, инициированных экономическими агентами на микроуровне. Растущая потребность в инвестициях выдвинула на первый план проблему развития механизмов корпоративного управления, облегчающих привлечение инвестиционных ресурсов и усиливающих конкурентное положение российских компаний на внутреннем и внешнем рынках (Голикова и др., 2003; Яковлев, 2003).

Исследования влияния структуры и концентрации собственности на отдельные параметры эффективности работы компаний были посвящены поиску «эффективного собственника», способного построить предприятие в систему трансформационной экономики (Гимади, Добродей, Перевалов, 2002; Капелюшников, Демина, 2005а; Кузнецов, Муравьев, 2002; Радыгин, Архипов, 2000). Структурные преобразования в российской экономике, которые привели к улучшению практики корпоративных отношений, дали развитие этому направлению эмпирических исследований в сторону анали-

за влияния параметров качества корпоративного управления на интегрированный показатель эффективности и инвестиционной привлекательности компаний — рыночную стоимость (Ивашковская, Осипов, Ращупкин, 2007; Ивашковская, Степанова, 2008; Полиенко, Старюк, 2004; Родионов, Старюк, 2008; Ружанская, Крутиков, 2006; Black, 2001; Black, Love, Rachinsky, 2005; Rachinsky, 2003).

Использование крупными российскими компаниями современных методов управления корпоративными финансами позволило получить данные для анализа взаимосвязи корпоративного управления и корпоративных финансов (Ивашковская, Солнцева, 2007; Теплова, 2007; Теплова, Крылова, 2007; Удальцов, 2007).

В самостоятельный блок эмпирических исследований можно выделить работы, связанные с эффективностью применения отдельных механизмов корпоративного управления. Первыми в этом направлении стали статьи, представлявшие анализ эффективности применения угрозы увольнения топ-менеджера для решения агентского конфликта в акционерных обществах. Одной из причин исследовательского интереса к увольнению топ-менеджеров стали непрерывные переделы собственности на предприятиях, связанные со сменой как доминирующих собственников, так и управленческих команд (Гольцман, 2000; Капелюшников, Демина, 2005б; Муравьев, 2003а, б; Рачинский, 2001; Российская корпорация..., 2007; Рошин, Солнцев, 2006). Внешние механизмы корпоративного управления, такие как банкротство и фондовый рынок, с точки зрения рынка корпоративного контроля также стали механизмами передела собственности в российских компаниях (Радыгин, 1999; Радыгин, Энтов, 1999; Радыгин, Энтов, Шмелева, 2002; Радыгин, Симачев, 2005; Рудык, Семенова, 2000).

Сравнительно недавно возник интерес аналитиков к качеству использования совета директоров в российских компаниях. Причиной стало повышение спроса на этот механизм корпоративного управления со стороны компаний. В первую очередь это интегрированные компании, где в наибольшей степени проявляются последствия отделения владения от управления. Интеграция компаний наложила отпечаток на применение всех внутренних механизмов корпоративного управления, что нашло отражение в эмпирических исследованиях послекризисного периода (Авдашева, 2006,

2007; Авдашева, Дементьев, 2000; Долгопятова, 2004; Радыгин, 2004; Российская корпорация..., 2007; Храброва, 2000). Кроме того, совершенствование состава и структуры советов наравне с информационной прозрачностью компаний в наибольшей степени востребовано рынком инвестиционных ресурсов, необходимых для поддержания конкурентоспособности отечественных предприятий (Ильчук, 2007; Структура и организация деятельности..., 2001; Структурные изменения..., 2004; Портрет совета директоров..., 2007).

Особое место в исследованиях корпоративного управления занимают работы о роли государства как собственника и регулятора в построении системы корпоративных отношений с федеральными и региональными компаниями (Авдашева, 2007; Авдашева, Долгопятова, Пляйнес, 2007; Кузнецов, Муравьев, 2002; Муравьев, 2003; Радыгин, Мальгинов, 2001; Яковлев, 2003, 2005, 2007; Яковлев, Данилов, 2007).

Одной из проблем эмпирических исследований в области корпоративного управления стала проблема доступа к информации по микрообъектам — акционерным предприятиям. Закрытость российских акционерных обществ (АО), ограниченная практика, многофакторность процессов в области корпоративного управления и сложные причинно-следственные связи привели к тому, что возникала существенная сложность в проведении эконометрических исследований и использовании их результатов в практике регулирования российского корпоративного сектора. В дополнение следует сказать, что количественная оценка вопросов, связанных с корпоративным управлением, не позволяет использовать всю информацию о компаниях. В этом отношении качественные исследования дополнили и обогатили аналитический потенциал эмпирических работ.

Отдельно стоит отметить недостаточность региональных исследований в области корпоративного управления². Большинство известных исследований опиралось на базы данных по большому массиву российских предприятий вне зависимости от региональной

² В отношении уральских компаний это работы Гимади, Добродеев, Перевалова (2000); Басаргина, Перевалова (2000); Ружанской, Крутикова (2006). В отношении мультирегиональных исследований выделяется «Практика корпоративного управления в регионах России» (IFC, АНД, 2003).

привязки компаний либо по ограниченному числу компаний, демонстрирующих передовую практику корпоративного управления. В последнее время интерес к региональным аспектам растет в связи с развитием взаимоотношений бизнеса и региональных властей, а также разработкой «новой промышленной политики».

Данная монография представляет собой эмпирическое исследование практики корпоративного управления в российских компаниях с учетом региональной специфики развития корпоративных отношений. Работа опирается на результаты опроса 100 открытых акционерных обществ (ОАО) Уральского федерального округа³. Исследование стало продолжением начатой в 2002 г. работы, также включавшей опрос 100 уральских ОАО в отношении качества корпоративного управления⁴. Вклад в представляемое исследование был сделан также в рамках других грантов, полученных в предыдущие годы по тематике корпоративного управления, позволивших расширить и развить теоретико-методологическую и эмпирическую базы исследования⁵.

Опрос проводился методом глубинного интервью с руководителями/членами совета директоров ОАО Уральского региона и был

³ Исследования были осуществлены при финансовой поддержке Московского общественного научного фонда в 2006 г. («Факторы повышения рыночной стоимости уральских компаний: проблемы практики и политики» при финансировании Московского общественного научного фонда, грант 26/01-05 (2005–2006)).

⁴ Исследования были осуществлены при финансовой поддержке Московского общественного научного фонда в 2002 г. («Корпоративное управление: практика уральских компаний и региональная политика» при финансировании Московского общественного научного фонда (2002)).

⁵ См.: Ружанская Л. С. Корпоративное управление на российских предприятиях: Индивидуальный исследовательский проект в рамках мегапроекта «Развитие образования в России» (Программа поддержки кафедр, Институт «Открытое общество» (Фонд Сороса), (1999–2000)); Ружанская Л. С., Крутиков Д. В. Формирование системы корпоративного управления на уральских предприятиях: проблемы практики и региональной политики (при финансировании Фонда Евразия, EERC (2002–2003)); Они же. Факторы повышения рыночной стоимости уральских компаний: проблемы практики и политики (при финансировании Московского общественного научного фонда (2005–2006)); Ружанская Л. С. Корпоративный контроль и управление на уральских предприятиях: Проект Международного научного фонда экономических исследований академика Н. П. Федоренко (МНФЭИ) (2006).

дополнен анкетами для самозаполнения и данными официальной статистической отчетности компаний. Вопросник для обследования ориентирован на сбор информации на момент опроса (январь—март 2006 г.), а также в ретроспективе — за 2003–2005 гг. и включал специальный блок вопросов для предприятий, входящих в бизнес-группы. Более подробно описание выборки представлено в прил. 1.

В общей численности зарегистрированных в Уральском федеральном округе предприятий ОАО, попавшие в выборку, составляют 0,3 %, в то время как оборот этих компаний составляет треть промышленной продукции Урала (32,76 %), что свидетельствует о попадании в выборку сверхкрупных компаний. Доля занятых на предприятиях выборки в среднесписочной численности персонала промышленности составляет 9,35 % по Уральскому федеральному округу и 1,09 % по России. Средний показатель, рассчитанный на основе данных о среднесписочной численности работников, составил 2957 человек⁶. Описание техники организации опроса и основные результаты приведены в прил. 1 и 2.

Отраслевая структура выборки отражает распределение отраслей в экономике Уральского региона. Смещение выборки в сторону черной и цветной металлургии связано с тем, что большинство предприятий данной отрасли являются открытыми акционерными обществами. Уральский экономический регион развивался как единый территориально-производственный комплекс, поэтому сложилась глубокая специализация отдельных его областей. Так, для отраслевой структуры Челябинской и Свердловской областей характерна специализация на выпуске продукции металлургии и машиностроения.

Уральским акционерным предприятиям, попавшим в выборку, присущи несколько важных характеристик, значимых для достижения цели исследования — *анализа специфики внутренних механиз-*

⁶ Более подробно описание выборки и основных результатов опроса приведено в кн.: Ружанская Л. С., Крутикова Д. В. Эволюция корпоративного поведения уральских корпораций: первые итоги исследовательского проекта. Инструменты анализа и управления переходными состояниями в экономике. Екатеринбург, 2006. С. 94—113.

мов корпоративного управления в региональных компаниях и его влияния на развитие компаний:

— высокая концентрация собственности (59,2 % компаний выборки отметили наличие контрольного пакета обыкновенных акций по состоянию на начало 2006 г.);

— широкое распространение интеграционных процессов (48,9 % ОАО выборки входят в состав различных бизнес-групп в качестве управляющих компаний или рядовых членов группы);

— большая доля государства в собственности уральских корпораций. Несмотря на сокращение участия государства в собственности уральских компаний (с начала акционирования до 2006 г. доля компаний выборки, охваченных участием государства, сократилась с 51 до 33 %), средний пакет обыкновенных акций, принадлежащих государству, остается относительно стабильным: для соответствующих периодов он составил 47,3 и 40,9 %).

В связи с этим в монографии представлены разделы по анализу развития внутренних механизмов корпоративного управления в условиях 1) концентрации собственности, 2) интеграционных процессов и 3) участия государства регионального уровня в собственности компаний.

В соответствии с названными выше тематическими приоритетами книга содержит пять глав и три приложения, характеризующих эмпирическую основу исследования и результаты количественных оценок.

Глава 1 носит теоретико-методический характер. Она посвящена выявлению основных проблем, связанных с реализацией эффективного корпоративного управления с точки зрения теории агентов, на основе выявления интересов участников корпоративного управления. Обоснованы внутренние (связанные с эволюцией структуры собственности и корпоративного контроля) и внешние (конкуренция на товарных рынках, несовершенство институтов) условия преимущественного развития внутренних механизмов корпоративного управления в российских компаниях. Рост российской экономики представлен в главе как основной мотив для инвесторов к поиску инструментов повышения эффективности и конкурентоспособности бизнеса. В качестве основного условия развития внутренних механизмов корпоративного управления выдвинут

внешний корпоративный контроль, распространенный в интегрированных компаниях.

Глава 2 содержит анализ эволюции структуры собственности российских компаний. Выделены специфические характеристики структуры собственности региональных компаний: высокая концентрация акционерного капитала и большая доля государственного участия. Выявлены основные типы корпоративного контроля — концентрированный внешний контроль и контроль со стороны «кооператива менеджеров»⁷ — и последствия их реализации для развития внутренних механизмов корпоративного управления. Обоснована роль концентрации собственности как основного механизма защиты интересов инвесторов на уровне региона.

Глава 3 посвящена выявлению специфики развития механизмов корпоративного управления в условиях концентрации собственности и контроля. В связи с решением задачи поиска связи между механизмами корпоративного управления и развитием компаний в качестве объектов анализа выбраны *совет директоров и дивидендная и инвестиционная политика*.

Особым случаем отделения управления от концентрированного владения являются интегрированные компании. В главе прослеживается влияние интеграции бизнеса на использование механизмов корпоративного управления с точки зрения защиты и реализации интересов инвесторов и развития компаний. В зависимости от участия в холдингах выявлены основные типы компаний, заинтересованных в применении стандартов лучшей практики корпоративного управления. Определена специфика взаимоотношений компаний с государством в рамках корпоративных отношений в зависимости от принадлежности к группе.

Глава 4 посвящена анализу роли государства в региональных компаниях как собственника и как регулятора. Определены основные направления развития взаимозависимого поведения бизнеса и регионального государства и его оформление в рамках корпоративного управления. Государство представлено поставщиком норм корпоративного управления в региональных компаниях. Выявлена при-

⁷ Термин введен в оборот Т. Г. Долгопятовой (2004).

оритетность для государства функции регулятора перед функцией собственника в рамках корпоративных отношений.

Глава 5 представляет собой количественный анализ с помощью эконометрического инструментария влияния выявленных характеристик корпоративного управления в региональных компаниях на показатели эффективности их работы. Найдено подтверждение основным результатам, полученным в рамках качественного анализа.

В *заключении* приводятся основные выводы работы с акцентом на выявление точек роста качества корпоративного управления в российском бизнесе вообще и региональном в частности. Определены основные черты региональной системы корпоративных отношений.

В прил. 1 и 2 охарактеризованы выборка предприятий, а также основные результаты опроса. Результаты представлены по выборке в целом, а также по численности занятых, отрасли, принадлежности к группам компаний и участию государства в собственности. Приложение 3 состоит из описания переменных регрессий и таблиц основных результатов, описанных в гл. 5 данной работы.

Эта монография – итог многолетней работы. Автор выражает благодарность за помощь и поддержку своим наставникам, коллегам и друзьям из университетов Екатеринбурга, Москвы, Санкт-Петербурга – С. Б. Авдашевой, И. Н. Баранову, С. М. Гуриеву, Т. Г. Долгопятовой, И. В. Ивашковской, С. М. Кадочникову, Д. В. Крутикову, О. В. Лазаревой, С. А. Лукьянову, Д. В. Нестеровой, А. А. Рачинскому, А. Е. Шаститко, А. А. Яковлеву. На протяжении всего этого времени автор постоянно ощущала поддержку со стороны коллектива экономического факультета Уральского государственного университета, за что выражает ему особую благодарность.

Слова любви и признательности моим родителям и семье.

Авдашева С. Б. Холдинги с участием государственных и смешанных компаний: оценка российской практики в контексте мирового опыта // *Вопр. экономики.* 2007. № 1. С. 98–111.

Авдашева С. Б. Стимулы и результаты интеграционных процессов, или Почему предприятия присоединяются к бизнес-группам // *Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях* / Под ред. Т. Г. Долгопятовой. М.: МОНФ; АНО «Проекты для будущего: науч. и образоват. технологии», 2006. С. 157–181. (Сер. Науч. докл.: независим. экон. анализ; № 180).

Авдашева С., Дементьев В. Акционерные и неимущественные механизмы интеграции в российских бизнес-группах // *Рос. экон. журн.* 2000. № 1. С. 13–27.

Авдашева С. Б., Долгопятова Т. Г., Пляйнес Х. Корпоративное управление в АО с государственным участием: российские проблемы в контексте мирового опыта: Препринт WP1/2007/01. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007.

Андрефф В. Российская приватизация: подходы и последствия // *Вопр. экономики.* 2004. № 6. С. 57–78.

Басаргин В., Перевалов Ю. Анализ закономерностей формирования корпоративного контроля на приватизированных предприятиях // *Проблемы прогнозирования.* 2000. № 5. С. 120–138.

Всемирный банк. Собственность и контроль предприятий // *Вопр. экономики.* 2004. № 8. С. 4–35.

Гимади И. Э., Добродей В. В., Перевалов Ю. В. Анализ влияния приватизации на деятельность промышленных предприятий: Науч. докл. М.: РПЭИ, 2000.

Голикова В. В. и др. Инсайдеры, аутсайдеры и хорошее корпоративное управление: российский опыт / В. В. Голикова, Т. Г. Долгопятова, Ю. В. Симачев и др. // *Конкурентоспособность и модернизация экономики* / Под ред. Е. Г. Ясина. М.: Изд-во ГУ–ВШЭ, 2004. Кн. 1. С. 365–376.

Голикова В. В. и др. Спрос на право в области корпоративного управления: эмпирические свидетельства / В. В. Голикова, Т. Г. Долгопятова, Б. В. Кузнецов, Ю. В. Симачев // *Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе.* М.: МОНФ, 2003. С. 229–339.

Гольцман М. М. Эмпирический анализ смены менеджеров в российских фирмах. М.: Рос. экон. шк., 2000.

Гуриев С. и др. Корпоративное управление в российской промышленности / С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский и др. М.: МОНФ; Рос. экон. шк., 2003. (Сер. Науч. докл.: независим. экон. анализ; № 149).

Гуриев С., Рачинский А. Концентрация собственности в российской

экономике // Transition: Эконом. вестн. о вопросах переход. экономики. 2004. № 4. Окт. — дек. С. 11–13.

Дерябина М. А. Реструктуризация российской экономики через передел собственности и контроля // Вопр. экономики. 2001. № 10. С. 55–69.

Долгопятова Т. Г. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Там же. № 5. С. 46–60.

Долгопятова Т. Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Рос. журн. менеджмента. 2004. Т. 2, № 2. С. 3–26.

Долгопятова Т. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирическое свидетельство) // Вопр. экономики. 2007. № 1. С. 84–97.

Долгопятова Т. Г., Уварова О. М. Эмпирический анализ организации корпоративного контроля в российских компаниях: Препринт WP1/2007/03/. М.: ГУ–ВШЭ, 2007.

Ильчук К. В. Эконометрический анализ связи между структурой совета директоров и эффективностью предприятий в российской экономике: Автореф. дис. ... канд. эконом. наук. М.: МГУ, 2007.

Капелюшников Р. И. Собственность и контроль в российской промышленности: некоторые итоги опроса российских предприятий // Рынок ценных бумаг. 2001. № 20. С. 21–37.

Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопр. экономики. 2002. № 12. С. 103–124.

Капелюшников Р. И. Концентрация акционерной собственности и корпоративное управление: Препринт WP1/2005/03/. М.: ГУ–ВШЭ, 2005.

Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопр. экономики. 2005а. № 2. С. 53–68.

Капелюшников Р. И., Демина Н. В. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Рос. журн. менеджмента. 2005б. Т. 3, № 3. С. 27–42.

Клейнер Г. Управление корпоративными предприятиями в переходной экономике // Вопр. экономики. 1999. № 8. С. 73–87.

Клепач А., Кузнецов П., Крючкова П. Корпоративное управление в России в 1995–1996 гг. (от предприятия советского типа к фирме, контролируемой менеджерами) // Там же. 1996. № 12. С. 73–87.

Кузнецов Б. Преобразование отношений собственности // Российская промышленность: институциональное развитие / Под ред. Т. Долгопятовой. М.: ГУ–ВШЭ, 2002.

Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России // Вестн. СПбГУ. Сер. 8. 2002. Вып. 1 (№ 8). С. 34–57.

Муравьев А. А. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях // Рос. журн. менеджмента. 2003а. Т. 1, № 1. С. 77–90.

Муравьев А. Смена генеральных директоров на приватизированных предприятиях России. М.: РЕЦЭП, 2003б.

Перевалов Ю. В. Формирование корпоративного контроля на приватизированных промышленных предприятиях // ЭКО. 2000. № 2. С. 27–43.

Полиенко В., Старюк П. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией. 2004. № 1. С. 17–31.

Портрет совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. Standard & Poor's. Дата публикации: 19-03-2007 MSK. 2007 [Электрон. ресурс]. Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=3236&sec=an>

Радыгин А. Д. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России // Вопр. экономики. 1999. № 8. С. 29–44.

Радыгин А. Д. Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп // Рос. журн. менеджмента. 2004. Т. 2, № 4. С. 35–58.

Радыгин А., Архипов С. Собственность, корпоративные конфликты и эффективность: некоторые эмпирические оценки // Вопр. экономики. 2000. № 11. С. 114–133.

Радыгин А. Д., Гонтмахер А. Е., Межсерауис И. В. Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления. М.: Ин-т экономики переход. периода, 2004.

Радыгин А., Гутник В., Мальгинов Г. Постприватизационная структура акционерного капитала и корпоративный контроль: «управленческая контрреволюция»? // Вопр. экономики. 1995. № 10. С. 7–23.

Радыгин А. Д., Мальгинов Г. Н. Государственная собственность в российских корпорациях: проблемы эффективности управления и задачи государственного регулирования. М.: Ин-т экономики переход. периода, 2001.

Радыгин А., Сидоров И. Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? // Там же. № 5.

Радыгин А. Д., Симачев Ю. В. Институт банкротства в России: особенности эволюции, проблемы и перспективы // Рос. журн. менеджмента. 2005. Т. 3, № 2. С. 43–70.

Радыгин А. Д., Энтов Р. М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. М.: Ин-т экономики переход. периода, 2001.

Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг / Ин-т экономики переход. периода (ИЭПП). М., 1999. (Сер. Науч. тр.; № 18).

Радыгин А. Д., Энтов Р. М., Межерауц И. П. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М.: Ин-т экономики переход. периода, 2003.

Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе // Там же. 2002. № 43.

Рачинский А. А. Смена менеджеров и эффективность компаний в России. М.: Рос. эконом. шк., 2001.

Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007.

Роцин С. Ю., Солнцев С. А. Рынок труда топ-менеджеров в России. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2006.

Рудык Н. Б., Семенкова Е. В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием // Финансы и статистика. М., 2000. № 2. С. 30–44.

Ружанская Л. С., Крутиков Дм. В. Факторы повышения рыночной стоимости уральских компаний: проблемы практики и политики. М.: МОНФ, 2006. (Сер. Науч. докл.: независим. эконом. анализ; № 183).

Структура и организация деятельности советов директоров российских ОАО [Электрон. ресурс]. Режим доступа: http://www.ricd.ru/db.php?db_id=304&l=ru

Структурные изменения в российской промышленности / Под ред. Е. Г. Ясина. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2004.

Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании: практика российских предприятий. М.: Вершина, 2007.

Теплова Т. В., Крылова М. С. Эмпирическое исследование факторов, определяющих инвестиционную активность российских компаний // Корпоративные финансы. 2007. № 1. С. 22–48.

Удальцов В. Е. Влияние доли топ-менеджмента в собственном капитале и других нефундаментальных факторов на инвестиционную активность российских компаний // Там же. С. 49–63.

Храброва И. А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. М.: Изд. дом «Альпина», 2000.

Шаститко А. Е. Проблемы корпоративного управления и особенности перераспределения прав контроля в России // Бюро экономического анализа: Информ.-аналит. бюл. 2004. № 56. Март.

Яковлев А. А. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов // Вопр. экономики. 2003. № 4.

Яковлев А. А. Эволюция стратегий взаимодействия бизнеса и власти в российской экономике // Рос. журн. менеджмента. 2005. Т. 3, № 1. С. 27–52.

Яковлев А. А. Российская корпорация и региональные власти: эволюция модели взаимоотношений // Вопр. экономики. 2007. № 1. С. 124–139.

Яковлев А. А., Кузнецов П. В., Фоминых А. К. Идентификация неформальных бизнес-групп для целей налогового администрирования: Препринт WP1/2002/02. М.: ГУ–ВШЭ, 2002.

Яковлев А. А., Данилов Ю. А. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование // Рос. журн. менеджмента. 2007. № 1. С. 3–34.

Berglöf E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm // World Development Conf. / Eds. B. Pleskovic, J. Stiglitz. Washington, D. C.: World Bank, 2000.

Black B. The Corporate Governance and Market Value of Russian Firms // Emerging Markets Rev. 2001. № 2. P. 89–108.

Black B., Love I., Rachinsky A. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. CEFIR working paper WP53E. 2005.

Rachinsky A. Corporate Governance and Valuation of Russian Firms. М.: CEFIR, 2003.

Shleifer A., Vishny R. W. A Survey of Corporate Governance // J. of Finance. 1997. Vol. 52(2). P. 737–783.

ГЛАВА 1. ИНТЕРЕСЫ УЧАСТНИКОВ И РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

1.1. КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ В СОВРЕМЕННОЙ КОРПОРАЦИИ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДИЧЕСКИЕ РАМКИ ЭМПИРИЧЕСКОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

Современные теории фирмы перешли от неоклассического понимания фирмы как «черного ящика» к более сложным организационным концепциям, призванным понять, как организованы взаимодействия между агентами внутри фирмы и как они влияют на возможности финансирования инвестиционных проектов. В литературе по корпоративному управлению широко используется инструментарий новой институциональной теории для объяснения принципов функционирования современных корпораций как коалиции собственников ресурсов, обладающих самостоятельными интересами, несводимыми к широкому консенсусу (Alchian, Woodward, 1987; Alchian, 1984; Demsetz, Lehn, 1985; Demsetz, 1967).

Фирменная организация коллективной экономической деятельности в условиях ненулевых трансакционных издержек оформляется долгосрочными неполными контрактами. Это открывает широкие возможности для оппортунизма участников фирмы. Борьба за квазиренд, возникающую в результате коллективных действий в рамках фирмы, сопровождается неизбежными конфликтами, сокращающими результат деятельности. Корпоративное управление, как комплекс ограничений, формирует *торг ex-post* по поводу квазиренды, создаваемой фирмой, т. е. обеспечивает механизмы принятия решений в случаях, не предусмотренных контрактом между участниками фирмы (Zingales, 1997). Для полноты теоретической базы корпоративного управления в фокусе конфликта интересов следует отметить — в качестве природы конфликта — ограниченность ресурсов, используемых коллективно (Шаститко, 2004).

Основным участником корпоративных отношений является собственник-инвестор, вложивший средства в компанию и обладающий правами собственности, важнейшими из которых для понимания целей корпоративного управления являются право на получение дохода и право контроля, т. е. возможность принимать решения, определяющие деятельность компании. В экономической литературе проблема разделения собственности и контроля, породившая корпоративное управление, впервые обсуждалась в работе А. Берле и Г. Минса «Современная корпорация и частная собственность» (Berle, Means, 1932). Корпорации с распыленной собственностью продемонстрировали переход фактического контроля к наемным менеджерам. Это дало им свободу действий и остаточное право контроля (*residual control right*) в распоряжении средствами, принадлежащими инвестору, породив «проблему безбилетника».

Разделение собственности и контроля является частным случаем широко известной в экономике модели «начальник — исполнитель». В рамках этой модели собственник решает как проблему «отрицательного отбора» (*adverse selection problem* — как выбрать хорошего менеджера), так и проблему «морального риска» (*moral hazard problem* — как заставить менеджера действовать в интересах собственника). Таким образом, в узком смысле корпоративное управление — это набор инструментов, принуждающих менеджера действовать в интересах собственников компании. При этом под интересами собственника понимается рыночная стоимость компании, а в целевую функцию менеджера включаются частные выгоды, сокращающие рыночную стоимость (Jensen, Meckling, 1976).

Корпоративное управление с точки зрения классического конфликта интересов между менеджерами и акционерами предполагает разрешение этого конфликта для снижения частных выгод в условиях неравномерного распределения информации при принятии решений на фирме в пользу менеджеров. Инструментами разрешения конфликта являются внешние и внутренние механизмы мониторинга. К основным внешним механизмам относят фондовый рынок, рынок корпоративного контроля, рынок топ-менеджеров, банкротство, конкуренцию на товарных рынках; к внутренним механизмам — совет директоров с независимыми директорами, контроль со стороны крупного собственника, аудит, раскрытие информации, ком-

пенсационные схемы и неявные стимулы для топ-менеджеров, а также угроза их увольнения¹.

Выявление конфликта интересов участников корпорации современной теорией фирмы² изменило точку зрения на формирование целевой функции фирмы. Переход от принципа монизма, заложенного в неоклассической теории фирмы³, к пониманию фирмы как коалиции позволил расширить горизонты анализа поведения фирмы. В область предмета исследований вошли процесс принятия решений на фирме и влияние интересов участников на принятие стратегических решений. Внимание к внешней среде фирмы, заложенное в теории стратегического управления, позволило выйти за рамки участников коалиции. Для теории корпоративного управления это вылилось в появление теории «общества заинтересованных лиц» (stakeholders).

Расширенная трактовка корпоративного управления в соответствии с определением Tirole (2001) включает в себя интересы всех стейкхолдеров: акционеров (shareholders), кредиторов, поставщиков, покупателей, работников, местных сообществ, органов государственного регулирования и др. Действия менеджера не только влияют на стоимость компании для инвесторов, но и создают экстерналии для большего числа заинтересованных лиц. Предоставление всех прав контроля собственникам ущемляет интересы других заинтересованных лиц. Поэтому современная концепция корпоративного управления расширяет рамки двустороннего конфликта интересов.

Концепция «заинтересованных лиц», неизбежно более расплывчатая и трудноформализуемая (Tirole, 2001), предлагает два подхода к ее пониманию. С одной стороны, в рамках этой концепции

¹ Более подробно механизмы корпоративного управления с точки зрения разрешения конфликта интересов рассмотрены Лазаревой, Рачинским, Ружанской (2003). Becht, Bolton, Roell (2002) анализируют пять способов защиты прав акционеров: концентрацию собственности, рынок корпоративного контроля, совет директоров, согласование стимулов менеджеров и акционеров, фидуциарную ответственность.

² Поведенческая теория фирмы (бихевиоризм), менеджеризм, теория агентов, теория транзакционных издержек, теория прав собственности и др.

³ Монопродуктовая фирма принадлежит одному собственнику-управляющему, единолично принимающему решения в условиях определенности и конкурентных рынков.

менеджер должен выполнять более широкую миссию, а именно, он должен максимизировать суммарную полезность всех заинтересованных лиц, таким образом интернализуя экстерналии. Другой подход предполагает включение в процесс контроля над компанией не только собственников, но и других заинтересованных лиц. Эти подходы, несомненно, связаны друг с другом.

В то же время применение на практике концепции «общества заинтересованных лиц» сталкивается с двумя проблемами: проблемой измерения суммарной полезности стейкхолдеров и проблемой выбора между явными (фидуциарная ответственность) и неявными (компенсационные схемы) стимулами для менеджеров. Предоставление заинтересованным лицам контроля над компанией наравне с собственниками хотя и встречается на практике⁴, однако в случае, когда мотивы заинтересованных лиц значительно противоречат друг другу, их участие в процессе управления может привести к замедленному и неэффективному принятию решений или даже к блокированию некоторых решений. Составление таких контрактов с заинтересованными лицами, не имеющими права контроля, позволит уменьшить налагаемые на них экстерналии, хотя это также трудно реализуемо⁵.

Для определения теоретической базы представляемого исследования будем руководствоваться критерием его типа — эмпирическим анализом практики работы российских открытых акционерных обществ. Создание условий для развития компаний требу-

⁴ В Германии этот подход реализован в двухъярусном совете директоров, где в наблюдательный совет входят как собственники, так и представители работников, поставщиков, клиентов и т. д. Другой пример — в организациях, где важную роль играет человеческий капитал (консалтинговые или юридические фирмы, университеты), ключевые работники получают право контроля, т. е. участвуют в принятии решений. Это позволяет им защитить свои инвестиции в специфический человеческий капитал.

⁵ Tirole (2001) предлагает два способа защитных механизмов путем контрактов: 1) ограничить набор действий, доступных контролирующему собственнику, т. е. исключить действия, создающие наиболее сильные отрицательные экстерналии. Недостаток его в том, что данный подход ограничивает гибкость в принятии решений; 2) сделать выплаты, предназначенные заинтересованным лицам, наименее чувствительным к решениям, принимаемым контролирующим лицом. Это включает в себя фиксированные выплаты и возможность выхода.

ет ориентации в принятии инвестиционных решений на условия растущей конкуренции на товарных и ресурсных рынках, гибкость и скорость в принятии решений. При ориентации на интересы инвестора повышается вероятность финансирования прибыльных проектов, стимулы для менеджеров более четкие и сфокусированные, предотвращающие волокиту в принятии решений. Понимая в качестве критерия поступательного развития конкурентоспособность, мы выходим за рамки узкой концепции корпоративного управления, принимая во внимание интересы других групп участников корпоративных отношений, влияющих на возможности развития компаний. В то же время интегрированным индикатором развития бизнеса может служить рыночная стоимость компании — главный ориентир инвестора.

Понимание функционирования корпорации через призму интересов участников корпоративных отношений является плодотворным для анализа потенциала развития компании, ее реструктуризации, политики финансирования инвестиций. Для целей нашего анализа мотивы, движущие группами контроля в корпорации, определяют не только выбор целей фирмы, но и приоритеты в развитии механизмов корпоративного управления. Изменение мотивов инвестора приводит к изменению всей системы управления компанией и изменению модели корпорации. Выбор доминирующим собственником источника финансирования инвестиций между заемным или собственным капиталом задает спрос на использование стандартов корпоративного управления.

Концентрация собственности позволяет контролировать поведение менеджеров компании. У крупных собственников стимулы мониторинга сильнее, а возможности шире. Вместе с тем концентрация собственности может иметь негативные последствия. Во-первых, компании, имеющие контролирующего собственника, практически не сталкиваются с угрозой поглощения, что неизбежно ослабляет мотивацию менеджеров. Во-вторых, когда доля крупного акционера в капитале компании велика, он может извлекать «частные выгоды контроля» в ущерб другим участникам коалиции, в первую очередь миноритарным акционерам (Barclay, Holderness, 1989).

Большинство существующих механизмов корпоративного управления представляют собой порождение концентрированной соб-

ственности (Shleifer, Vishny, 1997). Эмпирические исследования по странам с развитой рыночной экономикой продемонстрировали то, что в странах с высоким уровнем защиты прав акционеров преобладает распыленная структура собственности, а в странах с низким уровнем защиты акционеров — концентрированная собственность. Результаты, полученные La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (1999), показали, что в странах, где законодательство слабо обеспечивает защиту прав миноритарных акционеров (в основном это страны с континентальной системой права), даже в крупных компаниях появляются контролирующие акционеры.

Можно выделить ограничения на концентрацию собственности. Так, отрицательно относящийся к риску инвестор предпочтет диверсифицировать свои вложения, а не аккумулировать большую долю собственности в одной компании. В этом случае масштаб концентрации собственности может быть ограничен. Кроме того, высокая концентрация собственности ограничивает ликвидность рынка акций. Ликвидный фондовый рынок делает акции носителями информации о деятельности компании, что снижает издержки инвесторов на мониторинг и выступает аргументом против чрезмерной концентрации собственности. В связи с этим в эмпирических исследованиях возникает задача поиска оптимального уровня концентрации собственности.

Другим важным аспектом концентрации собственности является тип корпоративного контроля. С точки зрения анализа влияния интересов различных типов контролирующих собственников на работу компании можно выделить следующие зависимости в терминах новой институциональной теории.

Как уже было сказано, внешний собственник ориентируется в принятии решений на увеличение рыночной стоимости компании. В то же время следует отметить, что внешние собственники неоднородны по своим интересам. Они различаются в своих мотивах и поведении в зависимости от размера принадлежащего им пакета акций. С точки зрения агентской теории концентрация собственности в руках внешних акционеров расширяет возможности мониторинга деятельности менеджеров, а следовательно сокращает частные выгоды и увеличивает эффективность работы компаний. Однако эта зависимость не обязательно описывается непрерывной

функцией, на нее влияет распределение долей контролирующих групп. Концентрация собственности и поведение фирмы связаны неоднозначно: чем выше концентрация, тем выше полномочия у доминирующих собственников и тем ниже полномочия у миноритарных собственников.

Мотивы миноритарных акционеров отличаются от мотивов контролирующих инвесторов. Мелкие акционеры, будучи портфельными инвесторами, ориентированы на извлечение краткосрочной прибыли, в то время как у стратегических инвесторов цели долгосрочные. Кроме того, крупные внешние собственники могут варьировать свои интересы в зависимости от того, являются они физическими лицами, нефинансовыми компаниями, кредиторами или финансовыми посредниками. Случай с внешним финансированием описан моделью агентских отношений (Jensen, Meckling, 1976). С точки зрения построения модели бизнеса физическими лицами привлечение финансов укладывается в логику жизненного цикла организации (Адизес, 2007; Ивашковская, Константинов, Филонович, 2004). Нефинансовыми юридическими лицами выступают члены интегрированных групп, оформленных через имущественные отношения. Каждое предприятие, входящее в группу, выполняет свою функцию. Кроме того, внешними инвесторами могут быть независимые предприятия — партнеры компании. В случае нефинансовых инвесторов владение акциями является инструментом повышения конкурентоспособности отдельного предприятия или группы.

При собственности институциональных инвесторов (пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, страховые компании и т. д.) стимулы к извлечению частных выгод контроля крайне низки, так как финансовый посредник инвестирует не собственные средства, а средства вкладчиков. В то же время, аккумулируя большое число голосов мелких инвесторов, институциональный инвестор решает проблему координации миноритарных инвесторов. С другой стороны, по причине делегирования голосов институциональный инвестор, даже являясь крупным собственником, имеет слабые стимулы для контроля над действиями менеджера. Крупные кредиторы (прежде всего банки) также осуществляют делегированный мониторинг от лица своих вкладчиков, чьи средства они

инвестируют. Банк имеет сильные рычаги влияния на заемщика и обладает значительной информацией для осуществления контроля. Стимулы к мониторингу также низки, за исключением случая «набега вкладчиков».

Доля собственности в руках менеджеров оказывает двоякое влияние на принятие решений и результаты деятельности компании. Наделение наемных менеджеров собственностью позволяет сформировать у них интересы собственника и ориентирует на рост стоимости и долгосрочное развитие компании (Jensen, Meckling, 1976). С другой стороны, увеличение доли менеджеров в собственности фирмы способствует их «окапыванию», что влечет за собой большие издержки в случае неэффективного управления (Morck, Shleifer, Vishny, 1988).

С точки зрения узкой концепции корпоративного управления, нацеленной на повышение рыночной стоимости компании, собственность в руках работников предприятия неэффективна. Тем не менее существует ряд аргументов в ее пользу. В оценке эффективности собственности в руках работников выделяются два вопроса: способны ли работники принимать хорошие решения и способны ли работники защищать свои интересы как собственники? Работники могут успешно осуществлять мониторинг, поскольку сами являются инсайдерами и могут коллективно контролировать менеджмент. С другой стороны, совместные действия и контроль осложнены тем, что работники неоднородны и имеют противоречивые интересы. У фирмы, находящейся в собственности работников, меньше возможностей для привлечения капитала из внешних источников по сравнению с фирмами, контролируруемыми акционерами-аутсайдерами. Основной инвестиционный риск заключается в том, что средства будут использованы для оплаты услуг труда, а не капитала.

В случае с государством права собственности реализуются чиновниками, у которых нет четких стимулов к улучшению результатов деятельности фирмы. В связи с этим чиновники не могут принимать эффективные решения, поскольку они не заинтересованы в деятельности работы компании. Государство, являясь участником корпоративных отношений, может выступать в двух ипостасях — как собственник и как регулятор. Участие государства в собственности подразумевает соблюдение его интересов в получении дохо-

да на акции и контроль над деятельностью компании в целях максимизации ее рыночной стоимости. Эти функции призваны осуществлять представители государства в органах акционерного общества, у которых, как было отмечено выше, нет надлежащих стимулов. В то же время у государства в системе общественного разделения труда есть специфические функции: производство общественных благ и регулирование деятельности экономических агентов в целях повышения благосостояния общества. С этой стороны государство выступает как специфический стейкхолдер-регулятор, в руках которого есть такие инструменты, как тарифы, субсидии, налоговые льготы и проч. Кроме того, деятельность государства может приводить к политическому вмешательству в работу компаний. Наблюдается и обратный процесс лоббирования отдельными компаниями своих интересов, что приводит к нарушениям условий конкуренции на товарных и ресурсных рынках.

В завершение обзора теоретических рамок представляемого эмпирического исследования следует остановиться на вопросе эффективности самого корпоративного управления как системы норм и механизмов регулирования корпоративных отношений. Эффективная система корпоративного управления в первую очередь должна способствовать защите интересов инвесторов. Она отражается в таких показателях, как увеличение стоимости компании, рост инвестиций и нововведений, устойчивый экономический рост, а также предполагает решение вопросов, связанных с защитой прав собственности и распределением информации. Эффективная система корпоративного управления также позволяет при жестких требованиях к менеджерам со стороны стейкхолдеров сохранять достаточную гибкость в принятии решений (Tirole, 2001) для реализации прибыльных проектов, предполагающих значительный уровень риска и неудачи (Шаститко, 2004).

Нам предстоит выяснить, складывается ли сегодня в России эффективная система корпоративного управления, каковы условия ее развития, какие предприятия станут точками роста качества системы корпоративного управления.

1.2. МОТИВЫ ИНВЕСТОРОВ И УСЛОВИЯ ПРЕИМУЩЕСТВЕННОГО РАЗВИТИЯ ВНУТРЕННИХ МЕХАНИЗМОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЯХ

Революция корпоративного управления «сверху» в форме акционирования и внедрения Кодекса корпоративного поведения не имеет смысла без возникающих «снизу» стимулов хозяйствующих субъектов к применению стандартов корпоративного управления. Для развития спроса на стандарты на микроуровне важную роль играет макроэкономический фактор – тип страновой модели корпоративного управления, складывающийся на основании состояния институциональной среды и структурных характеристик экономики. Национальную модель корпоративного управления определяют по таким основным параметрам, как структура владения акциями, структура источников финансирования инвестиций, информационная открытость компаний и состав совета директоров и участников корпоративных отношений.

Формирование модели корпоративного управления в странах с трансформационной экономикой прежде всего обусловлено приватизацией государственных предприятий. Приватизация крупных и средних государственных предприятий и первичные переделы собственности стали первым этапом в развитии современных российских корпораций.

В результате массовой приватизации многие предприятия оказались в собственности инсайдеров — трудового коллектива. Из 4100 акционерных компаний, приватизированных до 1 апреля 1993 г., 74,2 % были приватизированы согласно схеме, которая гарантировала инсайдерам контроль над предприятием (Полтерович, 1993). Вследствие этого большинство акций перешло в руки менеджеров и работников. Согласно различным оценкам, приведенным в статье Estrin, Wright (1999), в 1994 г. инсайдеры в целом и менеджеры в частности владели в среднем 65–69 и 19–25 % акций соответственно; в 1996 г. – 58–59 и 12–19 % соответственно; в 1997 г. – 52–55 и 15–16 % соответственно. Несмотря на то, что руководителям компании номинально принадлежало относительно немного акций, они часто контролировали акции, доверяемые им ра-

ботниками (Shleifer, Vasiliev, 1996), а также использовали скрытые схемы владения, так что пакет акций, контролируемых менеджерами, значительно превышал объем принадлежавших им акций. Кроме того, в совете директоров часто доминировали менеджеры или непосредственно связанные с ними лица. Даже президентский указ 1994 г., согласно которому не более трети членов совета директоров могут быть служащими предприятия, не решил эту проблему, поскольку был проигнорирован (Blasi, Shleifer, 1996). Внешние инвесторы приобретали акции двумя путями: выкупая их у работников и приобретая акции, оставшиеся у правительства, под инвестиционные проекты (Shleifer, Vasiliev, 1996; Кузнецов, Муравьев, 2002). Несмотря на оформившуюся в 1994 г. тенденцию перераспределения акций в пользу аутсайдеров, доля акций, принадлежащая инсайдерам, оставалась существенной.

В целом же характер структуры собственности российских предприятий в период приватизации отличался тремя важными характеристиками: доминированием инсайдеров, сохранением большой доли государства, в первую очередь регионального уровня, и высокой динамичностью процессов перераспределения капитала (Изменение поведения предприятий..., 1996).

Искусственный характер формирования российских псевдооткрытых акционерных обществ привел к тому, что большая часть акционеров также были квазиакционерами: свои акции они получили не в обмен на финансовые средства, а бесплатно или в обмен на приватизационные чеки, которые, в свою очередь, не принесли АО финансовых средств. Мажоритарные собственники, как правило, приобрели свои пакеты по очень низкой цене, что в условиях слабых гарантий прав собственности, неэффективного законодательства и налогового режима толкало их к выводу ценных активов в новые, полностью принадлежавшие им структуры и эксплуатации оставшихся активов до их полного износа, без каких-либо новых вложений в них. Не удивительно, что подавляющее большинство «приватизационных» ОАО стали АО «закрытого типа», где доминирующие собственники не нуждались во внешнем финансировании по причине отсутствия стимулов к развитию и стремления сохранить главный актив — контроль над предприятием.

После кризиса 1998 г., ставшего переломным для развития российской экономики, в 2000 г. в промышленности был впервые отмечен заметный рост инвестиций (после перерыва в 20 лет). Основным источником финансирования инвестиций стали собственные средства предприятий (табл. 1.1).

Несмотря на инвестиционную активность компаний, реальные объемы инвестиций были все еще недостаточны для серьезных структурных изменений даже в самых преуспевающих отраслях. Низка доля инвестиций, привлекаемых через фондовый рынок. Для того чтобы качество корпоративного управления было значимым фактором для развития предприятий, необходимо соблюдение двух условий. Во-первых, управление должно способствовать увеличению доходов собственников предприятия; во-вторых, финансовый рынок должен быть достаточно эффективным, чтобы цена акций верно отражала показатели эффективности работы предприятия.

Фондовый рынок в последние годы демонстрировал положительную динамику. Индекс РТС рос крайне высокими темпами. Если на начало 2000 г. он составил 180 пунктов, то на начало 2004 г. — 580 пунктов, а на конец 2007 г. — 2200 пунктов. В то же время в котировальные списки РТС входило на конец 2007 г. всего 100 компаний.

Ситуация с инвестиционной активностью российских компаний стала меняться в конце 90-х гг., когда завершился основной передел собственности, а после дефолта 1998 г. повысилась конкурентоспособность российских предприятий. Высокие темпы экономического роста выявили несоответствие характера бизнеса российских квазиоткрытых акционерных обществ их организационно-правовой форме.

Организационно-правовые формы компаний России, равно как и корпоративное право, являются юридически современными, но в большинстве своем достаточно формальными. С одной стороны, это отразило проблему правоприменения «хороших» норм (Berglöf, von Thadden, 2000), а с другой — проблему недостаточной мотивации на использование этих норм самими компаниями (Развитие спроса..., 2003; Радыгин, Гонтмахер, Межезлаупс, 2004; Яковлев, 2003). Мотивы инвесторов в этом случае связаны не только с практикой развития корпоративного законодательства, но и с общими

Таблица 1.1

Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования*, % к итогу

Источники финансирования	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Инвестиции в основной капитал — всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе по источникам финансирования:									
собственные средства	49,0	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	44,5	44,3	41,5
Из них:									
прибыль, остающаяся в распоряжении организации	20,9	23,4	24,0	19,1	17,8	19,2	20,3	20,2	19,9
амортизация	22,6	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	20,9	21,3	18,1
привлеченные средства	51,0	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	55,5	55,7	58,5
Из них:									
кредиты банков		2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	8,1	8,9	9,4
В том числе:									
кредиты иностранных банков		0,6	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0	1,5	1,1
засменные средства других организаций		7,2	4,9	6,5	6,8	7,3	5,9	5,4	6,1
бюджетные средства	21,8**	22,0	20,4	19,9	19,6	17,9	20,4	19,8	21,2
В том числе:									
из федерального бюджета	10,1	6,0	5,8	6,1	6,7	5,3	7,0	6,9	8,4
из бюджетов субъектов РФ	10,3***	14,3	12,5	12,2	12,1	11,6	12,3	12,0	11,5
средства внебюджетных фондов	11,5	4,8	2,6	2,4	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5
Прочие		15,6	18,3	20,3	21,1	20,8	20,6	21,1	21,3

* — с 2000 г. без субъектов малого предпринимательства; ** — включая средства бюджетного фонда государственной поддержки приоритетных отраслей экономики; *** — включая средства местных бюджетов. Источник: данные на конец 2007 г. (Россия в цифрах, 2007).

условиями развития трансформационных экономик (Долгопятава, 2001).

Как показано у Ивасаки (2006, 2007) на материалах выборки 822 АО, российская модель корпорации вплоть до 2006 г. организационно была оформлена преимущественно как закрытое акционерное общество (ЗАО). Среди факторов, оказывающих сильное влияние на выбор предприятиями формы ЗАО, автор назвал структуру собственности с доминирующим большинством работников — как следствие политики массовой приватизации; стремление менеджеров к организационной закрытости в условиях неразвитости рынка капиталов и управляющих; слабый спрос компаний на капитал и ограниченность ресурсов финансовой сферы. В то же время в тех сферах бизнеса, где наряду с ростом рынка развивалась конкуренция и требовалось привлечение значительных финансовых ресурсов, наблюдалась очевидная тенденция к большей открытости в отношении внешних инвесторов, хотя и не достигающая уровня деятельности по модели «публичной» компании.

Кроме информационной открытости положительным сигналом для инвесторов в отношении качества объекта вложения средств служит вся совокупность применяемых предприятием стандартов корпоративного управления. Реально, а не формально используемые стандарты свидетельствуют о защите прав инвестора и качестве общего менеджмента в компании. Насколько формальным является применение стандартов корпоративного управления, зависит от наличия или отсутствия стимулов у лиц, принимающих решения на фирмах. Так, ряд авторов — экспертов в области корпоративного управления отмечают, что даже при наличии эмиссионной деятельности применение норм корпоративного управления остается формальным. Улучшение параметров эффективности работы совета, вызванное выходом компаний на IPO, не отражает реального улучшения, а вызвано требованиями регуляторов фондового рынка (Верников, 2008; Кочетыгов, 2006; Национальный совет..., 2008).

Эволюция стимулов инвесторов и менеджеров российских АО на привлечение внешних инвестиций и улучшение в сфере корпоративного управления в зависимости от эффективности подконтрольного бизнеса подробно рассмотрена Яковлевым (2006, гл. 3).

В работе показано, что интенсивный импорт институтов в сфере корпоративного законодательства и искусственное «распыление» акционерной собственности через механизм массовой приватизации не смогли нейтрализовать спрос на «инсайдерскую» модель российской корпорации со стороны «красных директоров». Однако закрепление за инсайдерами контроля над предприятием через рост концентрации собственности создало существенные предпосылки для реструктуризации подконтрольного бизнеса, а следовательно, послужило улучшению практики корпоративного управления. Дополнительными факторами, вызвавшими развитие спроса на стандарты корпоративного управления, стали рост конкурентоспособности российских компаний после кризиса 1998 г., изменения в институциональной сфере корпоративного управления (окончание массовой приватизации, введение нового Закона о банкротстве, адекватная налоговая политика) и изменения взаимоотношений с государством.

В целом особенностями сложившейся в 90-е гг. в России модели корпоративного управления стали «инсайдерский» контроль доминирующего собственника (Долгопятава, 2004) и отсутствие долгосрочных планов по использованию активов компаний (Анализ роли интегрированных структур..., 2002). Все это привело к высокой концентрации собственности с доминирующим акционером, непосредственно участвующим в управлении; ориентации на внутренние источники финансирования инвестиций в целях защиты от недружественных захватов; распространению практики вывода активов; использованию связей с представителями федеральной и муниципальной власти как фактора конкурентоспособности предприятия⁶.

Такие характеристики национальной модели корпоративного управления привели к преимущественному развитию внутренних механизмов корпоративного управления в компаниях. Важнейшей предпосылкой этому выступила концентрация собственности, ставшая ответом на слабость институтов защиты прав собственности и

⁶ Рое (2003) отмечает, что при активном вмешательстве государства в экономику крупным корпорациям с высококонцентрированной собственностью проще взаимодействовать с государством.

низкую конкурентоспособность предприятий. Если внешние формы мониторинга за действиями менеджеров — фондовый рынок и недружественные захваты — действуют плохо и существует проблема согласования разрозненных действий множества акционеров, то контроль со стороны доминирующего собственника эффективно выполняет функцию мониторинга (Шаститко, 2004).

Внутренние и внешние механизмы взаимодействуют и могут эффективно дополнять или заменять друг друга. Однако в условиях институциональной неопределенности и низкой эффективности трансформационной экономики России действие внешних механизмов корпоративного управления ограничено. На первый план выдвигаются внутренние механизмы корпоративного управления, наиболее значимым из которых является концентрация собственности, поскольку доминирующий собственник в условиях слабой защиты прав собственности, приобретая контрольный пакет, платит в первую очередь не за поток будущих дивидендов, а за право контроля над компанией.

Деятельность совета директоров в условиях концентрированной собственности имеет ограниченное влияние, если доминирующий собственник может нанимать и увольнять руководителей и выплачивать бонусы либо имеет место инсайдерский тип корпоративного контроля, при котором доминирующий собственник сочетает владение и управление, а также является членом совета директоров (Berglöff, Claessence, 2004).

Развитие информационной прозрачности компаний имеет ограничение на применение как из-за риска потери контроля над предприятием со стороны собственников, так и из-за технических сложностей внедрения современных инструментов раскрытия информации, таких как международные стандарты финансовой отчетности (МСФО).

Угроза увольнения топ-менеджера по причине неэффективного управления нивелируется корпоративным контролем со стороны доминирующего собственника. Только в случае внешнего концентрированного контроля этот механизм может быть действенным. Подобный тип контроля на сегодня присутствует в России, пожалуй, только в секторе интегрированных компаний (Авдашева, 2007 а, б; Долгопятова, 2004, 2007).

Цикл исследований La Porta et al. (1997–1999, 2002) выявил значительную роль законодательной и исполнительной базы в мониторинге менеджеров и контроле за поведением акционеров, которое может нанести ущерб. В трансформационной экономике России наибольшее значение получили арбитраж и аудит как механизмы соблюдения законов.

В условиях неразвитости рынков корпоративного контроля следует отметить роль в создании стимулов у менеджеров и инвесторов на эффективную работу компаний такого механизма, как конкуренция на товарных рынках. В условиях низкого конкурентного давления менеджмент компании может позволить себе преследовать цели, отличные от максимизации прибыли и благосостояния акционеров. Конкуренция заставляет встраивать в целевую функцию компании прибыльность, поскольку те фирмы, которые не будут стремиться к максимизации прибыли, будут вытолкнуты с рынка. Конкуренцию традиционно сопровождают институты демократического общества, одним из которых является корпоративное управление. При слабой защите прав собственности монополизация обеспечивает доступ к ограниченным ресурсам и потребителю через использование «административного ресурса». Конкуренция в отрасли мотивирует компании на повышение эффективности работы, если невозможно построение защитных механизмов для сохранения своих позиций. Причем стоимость создания защитных механизмов должна оцениваться компаниями ниже затрат на повышение эффективности. Построение защитных механизмов в контексте корпоративного поведения осуществляется путем создания сети отношений с государством или присоединения к холдингу — поставщику технологий и финансовых средств (Ружанская, 2007).

Создание плотной сети взаимоотношений с государством федерального и регионального уровней остается характерной чертой российской модели корпоративного управления. Значительная роль государства в корпоративном управлении остается практически неизменной. Государство, сохранившее за собой пакеты акций российских компаний, в ряде регионов является одним из крупнейших акционеров (Ружанская, 2008). Последовательное сокращение доли государственной собственности в пореформенный период сменилось с 2004 г. тенденцией усиления роли государства в корпора-

тивном секторе благодаря интеграции активов государства в холдинговые структуры, активизации деятельности уже действующих холдингов и увеличению своей доли в уставном капитале компаний (Мальгинов, Радыгин, 2007). Будучи внешним инвестором, государство заинтересовано в создании механизмов корпоративного управления, но представители государства в советах зачастую слабо мотивированы на эффективную работу по многим причинам: занятость по основному месту работы, отсутствие специализированных знаний, отсутствие денежной компенсации и пр. (Портрет совета директоров..., 2007; Национальный совет..., 2008). Законодательно определенная регламентация работы государственных представителей снижает эффективность принимаемых ими решений. В то же время государство является инициатором внедрения стандартов лучшей практики корпоративного управления в российских компаниях. Соблюдение формальных признаков применения стандартов корпоративного управления в компаниях с государственной собственностью может быть представлено как общественное благо, которым пользуются в первую очередь миноритарные акционеры. К этому следует добавить, что государство, как участник корпоративных отношений, может защищать не только собственные интересы, но и социально-экономические интересы широкой массы стейкхолдеров территорий, на которых функционирует предприятие.

Также важным фактором в развитии механизмов корпоративного управления являются процессы интеграции. Масштабы распространения бизнес-групп в российской экономике значительны: для крупнейших объединений «олигархического типа», по оценкам Guriev, Rachinsky (2005), на начало 2000-х гг. показатель продаж в промышленности составил 39 %, количество занятых работников — 42 %. Для предприятий средних размеров, по данным 2002 г., 33 % предприятий выборки, использованной ГУ-ВШЭ (Структурные изменения..., 2004), принадлежали к неформальным и оформленным бизнес-группам; в обследовании 822 предприятий ГУ-ВШЭ 2006 г. (Интеграционные процессы..., 2006) этот показатель составил 39,2 % от общего числа АО выборки, в которых было занято 64 % работников. Для отраслей промышленности эти показатели составили 36 и 55 % соответственно.

Распад связей предприятий, возникший с началом структурного реформирования промышленности, требовал их восстановления в тех или иных формах. В условиях острой недостаточности финансовых ресурсов инвестиционная активность могла быть осуществлена только благодаря принадлежности к бизнес-группе (Frye, 2004). С интеграцией компаний вокруг крупнейших российских предприятий связывались перспективы модернизации российской экономики. Именно крупнейшие бизнес-группы осуществляли значительную долю инвестиций в промышленности (Дынкин, Соколов, 2002).

Интеграция выступила одним из механизмов повышения конкурентоспособности компаний. Причем этой конкурентоспособности холдинги достигли благодаря концентрации собственности и принятия решений в одном центре, а также благодаря распространению рычагов корпоративного управления, осуществляющих эффективный мониторинг за менеджментом (Долгопятава, 2004). Холдингам присуща важная для понимания корпоративного управления в целом черта – отделение владения от управления, т. е. введение внешнего управления на предприятиях, входящих в состав холдинга. Создание элементов внешнего управления характерно в первую очередь для рядовых членов холдинга, для которых выстраиваются имущественные отношения с головными или управляющими компаниями через владение пакетами акций со стороны «центра». Концентрация и легализация структуры собственности (Радыгин, Гонтмахер, Межераупс, 2004) является одной из основных предпосылок развития механизмов корпоративного управления в холдингах. В то же время в (Интеграционные процессы..., 2006) отмечается, что причинно-следственная связь между созданием холдингов и концентрацией собственности носит не только прямой, но и обратный характер. Процессы создания холдингов были подготовлены концентрированной собственностью, поскольку стимулы и финансовые возможности к интеграции имеют в первую очередь крупные собственники.

Таким образом, для анализа внутренних механизмов корпоративного управления на российских предприятиях выделено несколько важных предпосылок их развития: концентрированная собственность и контроль, поддерживаемый и укрепляемый процес-

сами интеграции бизнеса, а также значительная роль государства как крупного собственника, обладающего специфическими интересами не только инвестора, но и регулятора.

Авдашева С. Б. Холдинги с участием государственных и смешанных компаний: оценка российской практики в контексте мирового опыта // *Вопр. экономики.* 2007а. № 1. С. 98–111.

Авдашева А. Б. Бизнес-группы в корпоративном секторе России: сложившиеся представления и новые данные // *Модернизация экономики и государства: В 3 кн. / Отв. ред. Е. Г. Ясин. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007б. С. 63–74.*

Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках / Под ред. С. Б. Авдашевой, А. З. Астаповича, А. Е. Шаститко; Бюро экономического анализа. М.: ТЭИС, 2002.

Адизес И. Управление жизненным циклом корпорации. СПб.: Изд-во «Питер», 2007.

Верников А. Совет директоров и система корпоративного управления в российских банках // *Управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль совета директоров. М.: Изд-во «Европа», 2008. С. 51–59.*

Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // *Вопр. экономики.* 2001. № 5. С. 46–60.

Долгопятова Т. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // *Рос. журн. менеджмента.* 2004. Т. 2, № 2. С. 3–26.

Долгопятова Т. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирическое свидетельство) // *Вопр. экономики.* 2007. № 1. С. 84–97.

Дынкин А., Соколов А. Интегрированные бизнес-группы в российской экономике // *Там же.* 2002. № 4. С. 78–95.

Ивасаки И. Корпоративное право и организационный выбор: открытые и закрытые акционерные общества в России // *Рос. журн. менеджмента.* 2006. Т. 4, № 4. С. 55–76.

Ивасаки И. Правовая форма акционерных обществ и корпоративное поведение в России // *Вопр. экономики.* 2007. № 1. С. 112–123.

Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации // *Рос. журн. менеджмента.* 2004. № 4. С. 19–34.

Изменение поведения предприятий в постприватизационный период // Вопр. экономики. 1996. № 10. С. 121.

Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях. М.: МОНФ; АНО «Проекты для будущего: науч. и образоват. технологии», 2006. (Сер.: Науч. докл.: независим. эконом. анализ»; № 180).

Кочетыгов Ю. Рейтинги корпоративного управления Standard & Poor's: в фокусе совета директоров // Независимый директор: Ежеквартал. обзор. 2006. Осень.

Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России // Вестн. СПбГУ. Сер. 8. 2002. Вып. 1, № 8. С. 34–57.

Лазарева О. В., Рачинский А. А., Ружанская Л. С. Корпоративное управление: Метод. пособие к спецкурсу. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2003.

Мальгинов Г. Н., Радыгин А. Д. Смешанная собственность в корпоративном секторе: эволюция, управление и регулирование. М.: ИЭПП, 2007.

Национальный совет по корпоративному управлению: Национальный доклад по корпоративному управлению. М., 2008. Вып. 1.

Паппэ Я. Ш. «Олигархи»: Эконом. хроника. 1992–2000. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2000.

Полтерович В. Экономическая реформа 1992: битва правительства с трудовыми коллективами // Экономика и математические методы. 1993. Т. 29, вып. 4. С. 533–547.

Портрет совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. Standard & Poor's. 2007 [Электрон. ресурс]. Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=3236&sec=an>

Радыгин А. Д., Гонтмахер А. Е., Межерауц И. В. Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления. М.: Ин-т экономики переход. периода, 2004.

Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. М.: МОНФ; АНО «Проекты для будущего», 2003. (Сер.: Науч. докл.: независим. эконом. анализ»; № 148).

Россия в цифрах. М.: Росстат, 2007.

Ружанская Л. С. Развитие совета директоров как внутреннего механизма корпоративного управления // Корпоративные финансы. 2007. № 4. С. 14–33 [Электрон. ресурс]. Режим доступа: <http://www.ecsocman.edu.ru/cfjournal/msg/319024.html>

Ружанская Л. С. Развитие механизма совета директоров в российских корпорациях: практика уральских компаний // Корпоративное уп-

правление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль совета директоров / Отв. ред. И. В. Ивашковская. М.: Изд-во «Европа», 2008. С. 133–144.

Структурные изменения в российской промышленности / Под ред. Е. Г. Ясина. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2004.

Шаститко А. Е. Проблемы корпоративного управления и особенности перераспределения прав контроля в России // Фонд «Бюро экономического анализа»: Информ.-аналит. бюл. 2004. № 56.

Яковлев А. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов // Вопр. экономики. 2003. № 4. С. 37–50.

Яковлев А. А. Агенты модернизации. М: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2006.

Alchian A. Specificity, Specialisation, and Coalitions // J. of Institutional and Theoretical Economics. 1984. Vol. 140. P. 34–49.

Alchian A., Woodward S. Reflection on the Theory of the Firm // Amer. Econ. Rev. 1987. Vol. 1, № 43. P. 119.

Barclay M., Holderness C. Private Benefits from Control of Public Corporations // J. of Financial Economics. 1989. Vol. 25.

Becht M., Bolton P., Roell A. Corporate Governance and Control // Literature survey prepared for the Handbook of the Economics of Finance / Eds. G. Constantinides, M. Harris, R. Stultz. North-Holland, 2002.

Berglöff E., Claessence S. Самое главное — обеспечить исполнение норм корпоративного управления // Transition: Эконом. вестн. о вопросах переход. экономики. М., 2004. № 4.

Berglöff E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm // World Development Conf. / Eds. B. Pleskovic, J. Stiglitz. Washington, D. C.: World Bank, 2000.

Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. N. Y.: Macmillan, 1932.

Blasi J., Shleifer A. Corporate Governance in Russia: An Initial Look // Corporate governance in Central Europe and Russia / Eds. R. Frydman, Ch. W. Gray, A. Rapaczynski. Vol. 2: Insiders and the state. Budapest: Central European Univ. Press, 1996. P. 78–108.

Demsetz H. Towards a Theory of Property Rights // Amer. Econ. Rev. 1967. Vol. 57. P. 350–367.

Demsetz H., Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // J. of Political Economics. 1985. Vol. 93. P. 1155–1177.

Frye T. Credible Commitments and Property Rights: Evidence from Russia // Amer. Political Science Rev. 2004. Vol. 3, № 98. P. 453–466.

Guriev S., Rachinsky A. The Role of Oligarchs in Russian Capitalism // J. of Economic Perspectives. 2005. Vol. 1, № 19. P. 131–150.

Estrin S., Wright M. Corporate Governance in Former Soviet Union: An Overview // J. of Comparative Economics. 1999. Vol. 27. P. 398–421.

Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // J. of Financial Economics. 1976. Vol. 3. P. 305–360.

La Porta R. et al. Legal Determinants of External Finance / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny // J. of Finance. 1997. Vol. 52(3). P. 1131–1150.

La Porta R. et al. Law and Finance / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny // J. of Political Economy. 1998. Vol. 106, № 6. P. 1113–1155.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World // J. of Finance. 1999. Vol. 54(2). P. 471–517.

La Porta R. et al. Investor Protection and Corporate Valuation / La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. // Ibid. 2002. Vol. 57(3). P. 1147–1170.

Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // J. of Financial Economics. 1988. Vol. 20. P. 293–315.

Shleifer A., Vishny R. W. A Survey of Corporate Governance // J. of Finance. 1997. Vol. 52 (2). P. 737–783.

Shleifer A., Vasiliev D. Management Ownership and Russian Privatization // Corporate Governance in Central Europe and Russia / Eds. R. Frydman, C. Gray, A. Rapaczynski. Vol. 2: Insiders and the State. Budapest: CEU Press, 1996.

Tirole J. Corporate Governance // *Econometrica*. 2001. Vol. 69(1). P. 1–35.

Roe M. J. Political Determinations of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact. L., 2003. P. 58.

Zingales L. Corporate Governance // *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. 1997.

ГЛАВА 2. КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ И КОНТРОЛЯ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

Для прогнозирования направлений развития корпоративных отношений в российской экономике необходимо решить несколько важных проблем: выявить типы собственников, чьи мотивы лежат в основании принятия решений в компаниях; определить доминирующую модель контроля. Это позволит оценить, как применяются различные инструменты корпоративного управления при разных уровнях концентрации собственности, какие последствия имеет концентрация собственности для развития бизнеса. В данной главе мы определим направления изменения структуры собственности в российских компаниях вообще и в региональных компаниях в частности в зависимости от различных характеристик ОАО.

2.1. ЭВОЛЮЦИЯ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

В результате массовой приватизации российских предприятий собственность получили инсайдеры. Контроль над бывшими государственными предприятиями фактически осуществлялся коалициями трудовых коллективов и администраций. Ваучерная приватизация привела к легализации контроля в первичной структуре акционерного капитала. К моменту завершения массовой приватизации российских предприятий собственность справедливо рассматривалась как распыленная и инсайдерская практически всеми без исключения исследователями (Долгопятова, 1995). Российский корпоративный сектор в условиях несовершенства правовых институтов пошел по пути формирования крупного акционера с пакетом акций, позволяющим ему контролировать управляющих (Стиглиц, 2001). Процесс перераспределения акций шел в трех основных направлениях: 1) от работников к менеджерам; 2) от инсайдеров к внешним акционерам; 3) от государства к негосударственным держателям акций (Капелюшников, Демина, 2005).

Уже по состоянию на 1 октября 1994 г. произошло определенное движение акций, которое в целом можно охарактеризовать как концентрацию капитала и формирование круга крупных инвесторов. Значительно вырос пакет акций сторонних инвесторов (инвестиционных фондов, коммерческих фирм и прочих организаций), а также управленческого персонала — в первую очередь за счет сокращения удельного веса акций в руках рабочих (Изменение поведения предприятий..., 1996).

Сокращение участия инсайдеров в период с 1994 по 1996 г. произошло за счет увеличения доли физических лиц, других фирм (перекрестная собственность) и чековых инвестиционных фондов (Андрефф, 2004). В то же время инсайдерский профиль собственности сохранялся на протяжении всего пореформенного периода (Капелюшников, Демина, 2005). Так, даже в 2003 г. на предприятиях-респондентах «Российского экономического барометра» (микроданные по промышленным предприятиям, собранные начиная с 1995 г.) инсайдеры оставались крупнейшей группой акционеров со средней величиной пакета около 47 %.

Многочисленные эмпирические исследования (Витебский, Коленникова, Косалс 2002; Долгопятава, 2003, 2004а, б; Капелюшников, Демина, 2005; Основные направления и факторы..., 2001) российских акционерных предприятий, проводившиеся в ряде случаев на регулярной основе (например, регулярные обследования промышленных предприятий независимым аналитическим центром «Российский экономический барометр» (РЭБ), обследования оборонных предприятий Институтом социально-экономических проблем народонаселения РАН (ИСЭПН РАН); обследования лаборатории конъюнктурных опросов Института экономики переходного периода), позволяют проследить эволюцию структуры собственности в постприватизационный период. Приведенные в табл. 2.1 сводные результаты обследований различных аналитических центров позволяют четко проследить указанные выше тенденции.

В 2004 г. доминирующей группой собственников продолжали оставаться менеджеры, владевшие примерно четвертью всех акций, что сохраняло на акционерных предприятиях модель совмещения собственности и управления, тормозившую развитие механизмов

**Структура акционерного капитала российских компаний
(по данным обследований независимых организаций)**

Тип собственника	Доля в акционерном капитале, %								
	ГУ-ВШЭ	ГУ-ВШЭ	БЭА	РЭБ	Только промышленность				ГУ-ВШЭ
					РЭБ	ГУ-ВШЭ	ИСЭПН РАН	РЭБ	
	1995	1998	2000	2001		2002	2003	2004	
Трудовой коллектив	42	31,1	52,5	48,2	38,7	31	21	—	
Администрация предприятия	7,8	9	—	21	—	—	25,6	—	
Федеральные органы	5,1	4,6	3,1	7,9*	3,3	—	4,5*	4,7	
Региональные и муниципальные органы	4,6	3,8	2,6		5,4	—		1,9	
Иностранные инвесторы	1,8	3,7	2,9	0,4	—	2	—	4,6	
Российские банки	1,6	1,3	4,5	7,3	0,8	3	9,5	1,5	
Российские инвестиционные компании, фонды	9	11,8	—		—			2,7	
Промышленные предприятия	12	13,9	15,1	11,3	26,9	22	14,3	13,7**	
Физические лица, не работающие на предприятии	13,5	18,6	19,3	25,3	20,7	14	20,1	34,8***	
Другие	2,6	2,2	—	—	—	—	5	—	
Выборка АО	260	260	350	150	243	Оборонные АО	102	698—720	

* — все акции без выделения уровней; ** — крупные нефинансовые предприятия; *** — крупные физические лица.
Примечание. БЭА — Бюро экономического анализа; ГУ-ВШЭ — Государственный университет Высшая школа экономики.

корпоративного управления. Доля государства в собственности, сократившись значительно в первые годы приватизации, продолжала также оставаться стабильной, особенно пакеты, находившиеся в руках федерального правительства.

Сегодняшняя структура собственности отражает тенденцию не только к концентрации собственности, но и к изменению профиля акционерной собственности в российских компаниях. Расширяется участие портфельных инвесторов в капитале компаний. За постприватизационный период произошел также быстрый рост участия иностранных инвесторов — в первую очередь в отраслях с наиболее ликвидной продукцией и воспроизводимым спросом, а также в базовых отраслях, ориентированных на экспорт. Но важнейшей тенденцией в эволюции структуры собственности стал рост участия в акционерном капитале собственников-аутсайдеров: нефинансовых внешних инвесторов — юридических и физических лиц. В то же время явного преобладания по всему корпоративному сектору РФ аутсайдерская собственность не получила по причине сопротивления доминирующих инсайдеров, справедливо выбравших эту модель контроля в условиях неразвитости институциональной среды¹.

Рост присутствия аутсайдеров в собственности российских корпораций сформировал слой крупных внешних инвесторов, нуждающихся в расширении практики использования механизмов корпоративного управления не только в угоду требованиям корпоративного законодательства (Долгопятава, 2001), но и с целью защиты прав инвесторов.

Размеры выборок, которые легли в основу большинства эмпирических исследований, были достаточно незначительны по причине сложности доступа к инсайдерской информации о корпоративном управлении. Приведенные в табл. 2.1 исследования использовали выборки от 102 до 350 АО. Такой размер сопоставим с на-

¹ Одним из подтверждений неустойчивости имеющейся институциональной среды корпоративных отношений является высокая подвижность структуры собственности российских АО. Так, по данным РЭБ, в период с 1995 по 2003 г. величина этого показателя колебалась около отметки 30 %. Другими словами, примерно 15 % акций типичного российского промышленного предприятия каждый год переходили из рук в руки (Капелюшников, Демина, 2005).

Распределение акционерного капитала на предприятиях выборки, % от уставного капитала

Тип собственника	На момент создания		2002		2005		2006	
	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет акций
Государство	67,6	38,9	36,6	48,6	34,5	39,2	32,7	40,9
Работники	54,4	50,3	56,6	29,2	62,1	22,5	61,8	21,3
Администрация	19,1	8,8	15,0	13,4	43,1	17,2	41,8	18,9
Сторонние физические лица	35,3	22,1	43,3	27,1	56,9	27,4	52,7	27,0
Банки	1,5	10,0	1,6	85,0	10,3	42,8	10,9	41,8
Инвестиционные фонды	8,8	5,9	3,3	4,1	8,6	9,8	5,4	10,5
Нефинансовые юридические лица	26,5	36,6	53,3	50,9	44,8	32,1	47,2	29,1
В том числе:								
группа компаний	н/д	н/д	13,7	42,7	18,9	37,8	18,1	44,0
Иностранные инвесторы	3,9	20,7	1,6	28,7	6,9	44,2	7,2	44,2
Прочие	33,3	36,7	36,6	48,7	46,5	22,5	47,2	27,6
<i>Всего ответивших ОАО</i>	<i>68</i>		<i>55</i>		<i>58</i>		<i>55</i>	

шей базой по 100 ОАО Уральского региона². Существенное отличие наших данных — концентрация обследуемых предприятий в одном регионе, прочие исследования охватывали предприятия в общероссийском масштабе. Исключение составляет выборка ГУ–ВШЭ 2006 г., в разы превышающая по масштабам предыдущие исследования (822 АО).

Характерное для трансформационной экономики России *перераспределение собственности от инсайдеров к аутсайдерам* демонстрируется уральскими компаниями (табл. 2.2). На момент образования на предприятиях присутствовал характерный инсайдерский тип контроля с преобладающим участием администрации (в первую очередь генерального директора) и трудового коллектива. Собственность работников наблюдалась более чем у половины предприятий выборки, средний пакет обыкновенных акций работников составил 50,3 %, что вполне объяснимо в свете схем приватизации путем акционирования. В то же время, благодаря высокой доле стратегически значимых предприятий базовых отраслей в Уральском регионе, *большая доля акций принадлежала государству* (средний размер пакета — 38,9 % от уставного капитала). Еще одной характерной особенностью попавших в выборку предприятий явился *высокий уровень концентрации собственности на момент образования ОАО*: размер среднего пакета по типам собственников составлял 35,57 %, что может объясняться крупным размером анализируемых предприятий и отраслевой принадлежностью большинства компаний к базовому комплексу. В дополнение к особенностям структуры собственности на момент создания АО следует отметить высокую долю сторонних физических (22,1 %) и юридических (36,6 %) лиц. Это объясняется тем, что в выборку попали не только приватизированные предприятия, но и предприятия, созданные позже инициативным путем.

К 2002 г. произошло перераспределение собственности к юридическим лицам от государства и физических лиц — инсайдеров. Значительно упрочили свои позиции отечественные инвестиционные компании (рост доли акций на 28,7 процентных пункта), зна-

² Из 100 опрошенных ОАО только 98 предоставили достаточные для анализа данные, поэтому во многих таблицах расчеты проведены по 98 микрообъектам.

чительно увеличилось число предприятий, где долю в собственности получили промышленные предприятия. «Внутренняя» структура пакета физических лиц также претерпела значительные изменения: с одной стороны, с 50,3 до 29,2 % упала доля акций, принадлежащих трудовому коллективу, с другой — возросла доля администрации предприятия и сторонних (не работающих на предприятии) физических лиц.

В последующие годы четко прослеживается тенденция к снижению участия в собственности рядовых работников. К 2006 г. этот показатель составил 21,3 % от уставного капитала компаний.



Рис. 2.1. Динамика структуры собственности уральских предприятий, % от уставного капитала ОАО выборы

Профиль собственности уральских АО значимо зависит от участия нефинансовых юридических лиц, в первую очередь промышленных предприятий. Решающее значение в этом сыграли процессы корпоративной интеграции. В группах компаний сконцентрировались крупные имущественные рычаги контроля над предприятиями. К 2006 г. средний пакет акций, принадлежащий группам,

составил 44 % с присутствием на 18,1 % выборки. При этом 47 из 98 АО предприятий, опрошенных в 2006 г., подчеркнули свою принадлежность к бизнес-группам, в 17 случаях — в качестве головной или управляющей компании.

Среди прочих юридических лиц наиболее заметна позитивная динамика собственности банков. Банки расширили свое присутствие с 1,5 % выборки до 10,9 %, а средний пакет вырос с 10 до 41,8 %. Число банковских структур, попавших в выборку как единицы опроса, значительно ниже участия банков в собственности предприятий выборки. В данном случае мы наблюдаем имущественное закрепление конгломератной интеграции. Выросло также, хотя и в меньшей степени, присутствие иностранных инвесторов. Присутствие инвестиционных фондов в выборке сократилось, в то время как собственность в их руках сконцентрировалась.

Таким образом, для уральских компаний наблюдается увеличение доли инвесторов, чьи позиции являются внешними по отношению к предприятию, что должно стимулировать расширение практики использования механизмов корпоративного управления. В то же время более чем в два раза участилось совмещение владения и управления в форме собственников-менеджеров (с 19,1 % на момент создания до 41,8 на 2006 г.). Это демонстрирует значимость в глазах инвесторов роли внутреннего контроля как инструмента защиты своих прав. Большая доля собственников-менеджеров приходится на образованные инициативным путем независимые компании, а также управляющие компании в холдингах.

На профиль акционерной собственности предприятий влияют их отраслевая принадлежность и размер, определяющие их роль в экономике региона, участие в интеграционных процессах, конкуренция с импортной продукцией и отечественными производителями, объем внешнеэкономической деятельности.

Распределение собственности на предприятиях разных размеров по критерию среднесписочной численности работников представлено в табл. 3–5 прил. 2. На небольших предприятиях (до 300 работников) крупнейшими собственниками выступают физические лица, но в наименьшей степени — работники предприятия. Присутствие государства в собственности этих компаний оформлено остаточными пакетами обыкновенных акций. Крупными предпри-

тиями (среднесписочная численность работников 1000 человек и более) управляют два типа собственников — государство и юридические лица, причем собственность в их руках высококонцентрирована. Даже представленные незначительно иностранные инвесторы контролируют компании с помощью имущественных инструментов, аккумулируя у себя крупные пакеты (в 2006 г. средний пакет иностранных инвесторов для крупных ОАО составил 37,7 %). На средних предприятиях в равной степени выделяется присутствие трех групп акционеров: государства, трудовых коллективов и юридических лиц нефинансового типа.

Распределение собственности в отраслевом разрезе представлено в табл. 2 прил. 2. Предприятия тяжелой промышленности и сферы строительства, транспорта и связи в минимальной степени контролируют работники предприятий. Максимальная доля в собственности принадлежит юридическим лицам (на уровне 60–80 %). Если же юридические лица не владеют предприятием, то наибольший пакет акций принадлежит государству. Предприятия сферы услуг, торговли и предприятия ЖКХ в наименьшей степени зависят от государства или юридических лиц, но в большей степени — от сторонних физических лиц. В банках доля юридических лиц значительно выше по причине интеграции в финансово-промышленные группы.

Дата акционирования предприятия также накладывает отпечаток на распределение собственности (табл. 10 прил. 1). Наиболее «старые» ОАО (год создания 1992) имеют невысокую долю акций, принадлежащих физическим лицам, собственность сосредоточена в руках юридических лиц. Это в первую очередь крупные и средние предприятия промышленности, акционированные в процессе приватизации. В крупном бизнесе базовых отраслей Урала преобладают внешние собственники — юридические лица и государство. Акционерные общества, созданные позже, напротив, в большей степени контролируются физическими лицами. Во-первых, это более мелкие предприятия; во-вторых, к моменту их образования сложился слой владельцев крупных капиталов в противовес периоду начала приватизации, когда акции предприятий обменивались на ваучеры без соответствующего вливания денежного капитала в компании.

Таким образом, собственность уральских корпораций эволюционировала, повторяя общероссийские тенденции усиления роли аутсайдеров и концентрации контроля. Отличительными чертами профиля региональной корпоративной собственности стали:

- значительное участие в собственности компаний государства (федеральное и областное имущество);

- высокая концентрация собственности, в том числе благодаря интеграционным процессам;

- увеличение доли собственности аутсайдеров в целом, включая государство, финансовые и нефинансовые юридические лица, физические лица — не работники предприятий.

Такие характеристики структуры собственности позволяют ожидать от уральских компаний преимущественного развития внутренних механизмов корпоративного управления. Концентрация собственности не позволяет развиваться внешним механизмам по причине низкой ликвидности акций. Высокая доля внешних инвесторов должна способствовать отделению владения от управления и созданию аутсайдерского типа контроля, который нуждается в механизмах мониторинга работы менеджеров.

2.2. КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ И ФОРМИРОВАНИЕ ОСНОВНЫХ ТИПОВ КОНТРОЛЯ

Общероссийские тенденции. Высокая концентрация собственности — характерная черта российских корпораций на всем пути их становления и развития: начиная с модели быстрой крупномасштабной приватизации и заканчивая переделом собственности 1994–1995 (контроль директората) и 1997–1998 гг. (интегрированные структуры) (Симачев, 2001). Однако концентрация собственности на российских предприятиях сочетается с большой размытостью оставшегося пакета акций (Долгопятава, 2004а).

Многие эмпирические исследования (Гуриев, Рачинский, 2004; Долгопятава, 2003, 2004а–в; Капелюшников, 2001; Кузнецов, Долгопятава, Симачев, 2002) по российским предприятиям показывают, что высокая концентрация собственности характерна для российских компаний, и степень ее год от года возрастает. Напри-

мер, такой показатель, как доля крупнейшего акционера в капитале промышленного предприятия, составил в конце 1990-х — начале 2000-х гг., по данным ряда обследований, примерно 30–40 %. Доля компаний, у которых заведомо есть собственник с контрольным пакетом акций, оценивается в 2/3 от всех промышленных предприятий. По данным Всемирного банка, 22 крупнейшие бизнес-группы контролируют около 40 % российской промышленности — больше, чем все остальные частные собственники, вместе взятые (Долгопятава, 2004а). Похожие результаты были получены С. Гуриевыми и А. Рачинским (2004) в ходе анализа концентрации собственности в российской экономике. В исследовании (Гуриев и др., 2003), в котором использовались данные опросов 674 АО, проводимых лабораторией конъюнктурных опросов Института экономики переходного периода, на предприятиях, где крупнейший акционер присутствовал, его пакет составлял 40 % обыкновенных акций, а в среднем по выборке это показатель составил 24 %. В 2004 г., по данным обследования 822 АО, проведенного ГУ–ВШЭ (Долгопятава, 2007), высокий уровень концентрации капитала (50 % + 1 акция) имели почти 70 % от числа обследованных АО; 21 % АО продемонстрировали наличие «противовеса» — второго крупного собственника при наличии владельца контрольного пакета. Совокупность предприятий со средним уровнем концентрации собственности (свыше 25 и до 50 % обыкновенных акций) составила около 18 %. При этом 70 % всех респондентов оценили существующий уровень концентрации как оптимальный, что свидетельствует о широком распространении механизма мониторинга со стороны крупного собственника для российских компаний. Именно этот механизм наиболее эффективно защищает имущественные интересы инвесторов.

Высокая концентрация собственности в российской экономике является сегодня результатом еще одного важного процесса — интеграции предприятий. Детальная история становления и развития крупных «олигархических» бизнес-групп представлена у Паппз (2000). Основным механизмом интеграции стало изменение отношений собственности. Значительную связь уровня концентрации с корпоративной интеграцией удалось установить для 822 АО по состоянию на 2005 г. (Долгопятава, 2007). Наибольшую кон-

центрацию собственности продемонстрировали рядовые члены холдингов по сравнению с управляющими компаниями и независимыми предприятиями. Концентрация собственности выступила инструментом удержания рядовых предприятий в составе группы.

Для российской промышленности были выделены (Долгопятава, 2001) четыре типа корпоративного контроля: концентрированная собственность инсайдеров (модель «частной компании»), концентрированная собственность инсайдеров как группы менеджеров (модель «кооператива менеджеров»), концентрированная внешняя собственность и распыленная внешняя собственность. Четвертый тип явно подавлен концентрированным контролем.

Среди основных тенденций формирования типов корпоративного контроля следует отметить совмещение владения и управления на большинстве предприятий. Однако интеграционные процессы способствуют постепенному разделению функций. Совмещение собственности и управления выступит инструментом контроля, дополняющим сложившийся уровень концентрации капитала. Привлечение наемных топ-менеджеров способствует изменению состава и деятельности совета директоров. В то же время появление внешнего контроля нельзя назвать основной тенденцией (Российская корпорация..., 2007). Инсайдерский контроль сохраняется также посредством активного участия крупных конечных собственников – физических лиц в работе совета директоров (Верников, 2008).

Концентрация и контроль в региональных компаниях.
Уровень концентрации собственности на уральских предприятиях традиционно высок, это наблюдалось на всем временном отрезке, отмеченном респондентами в интервью и проверенном с помощью анализа статистических данных регистрационных карточек предприятий. Высокая концентрация пакета акций у конкретного собственника, достаточная для принятия любого решения на общем собрании акционеров, — распространенная практика работы региональных компаний: 61 % ОАО выборки на 2006 г. контролируется крупными собственниками. По сравнению с моментом создания этот показатель увеличился на 17 процентных подпунктов. Рычаги управления предприятием закрепляются имущественными правами собственности. Об этом свидетель-

ствуется как распространение контрольных пакетов акций, так и их размер: к 2006 г. он достиг в среднем 59,8 % по всем типам собственников. На момент создания предприятий аналогичный показатель составлял 57,3 % (табл. 2.3).

Таблица 2.3

Контроль на предприятиях выборки

Наименование показателя	На момент создания	2002	2006
Доля предприятий выборки с присутствием контрольного пакета обыкновенных акций, % от ответивших	44,8	60,6	61,8
Средний размер контрольного пакета обыкновенных акций, % от уставного капитала	57,3	63,0	59,8

Для характеристики контроля на предприятиях выборки важно выделить наличие не только прямого доминирования через владение контрольным пакетом (50 % + 1 акция), но и ситуацию наличия второго крупного собственника (одновременно присутствие пакета (50 % + 1 акция) и блокирующего пакета (> 25 %, но < 50 %)), а также присутствия только блокирующего пакета (> 25 %, но < 50 %). Если присутствие только контролирующего собственника практически не изменилось во времени — треть всех ответивших, то значительно изменилась ситуация с двумя другими типами контроля: участилось присутствие только блокирующего собственника и сократилось одновременное присутствие контролирующего и блокирующего акционеров (табл. 2.4). Контролирующему собственнику все реже противостоит владелец блокирующего пакета. В то же время блокирующий акционер все чаще становится самым крупным акционером в компании. Такое закрепление положения доминирующего собственника требует дополнительных инструментов контроля, к которым могут быть отнесены участие в управлении (совмещение управления и владения), участие в совете директоров и использование административного давления в случае с государственной собственностью.

Среди владельцев контрольного пакета выделяются четыре группы: физические лица — не работники предприятия, государ-

Таблица 2.4

Организация контроля на предприятиях выборки, % ответивших

Тип доминирования	На момент создания*	2002**	2006***
Контрольный пакет (50 % + 1 акция)	29	33	32
Одновременно (50 % + 1 акция) и (> 25 %, но < 50 %)	43	25	30
Блокирующий пакет (> 25 %, но < 50 %)	28	42	38
Итого	100	100	100

* — ответили 51 ОАО; ** — ответили 57 ОАО; *** — ответили 56 ОАО.

ство, промышленные предприятия и топ-менеджеры компаний. Последние по формальному признаку контролируют 11 % выборки наравне с промышленными предприятиями (данные 2006 г.).

С момента создания ОАО произошли сдвиги внутри категорий собственников: сократилось количество контрольных пакетов в руках государства (с 16 до 7 АО) и работников предприятия (с 30 до 2 АО), в то время как вырос контроль со стороны внешних собственников: юридических лиц, сторонних физических лиц и иностранных инвесторов (табл. 9 прил. 2).

В течение всего периода наблюдается важная с точки зрения определения корпоративного контроля на российских предприятий тенденция: средняя величина пакета доминирующих инсайдеров ниже, чем у аутсайдеров. Причем средний контрольный пакет сторонних акционеров превышает по величине контрольные пакеты, находящиеся в руках членов советов директоров предприятий. Следовательно, для тех акционеров, которые имеют дополнительные инструменты контроля, достаточен меньший пакет акций. Внешние собственники прибегают к наиболее надежному способу защиты интересов — имущественному.

Ситуация формального контроля по признаку наличия контрольного пакета акций в руках собственника незначительно отличается от ситуации «реального доминирования» собственника, под

которой респондентами на основании самооценки понималась возможность реально влиять на принятие решений в компании. В соответствии с ответами респондентов распределение сил на предприятиях было таково, что практически во всех случаях складывался доминирующий собственник. Его отсутствие было отмечено на момент акционирования для 4 % ответивших. К 2006 г. этот показатель сократился, но незначительно — до 2 %. Основной контроль сконцентрировался в руках сторонних инвесторов — государства, сторонних физических лиц и промышленных предприятий (табл. 2.5).

Таблица 2.5

**Реальное доминирование собственника
на предприятиях выборки*, % ответивших**

Тип доминирующего собственника	На момент создания АО	2006
Государство	34	15
Работники предприятия	22	10
Генеральный директор	2	8
Сторонние физические лица	20	25
Юридические лица — нефинансовые организации	12	22
Банки и прочие финансовые организации	2	7
Иностранные инвесторы	0	3
Нет реального доминирования	4	2
Прочие	10	7

* Самооценка предприятий.

Модель внутреннего контроля уступает место модели внешнего контроля. Наиболее существенным отличием от общероссийских закономерностей этого процесса для Урала является высокая доля реального доминирования государства в компаниях акционерного сектора. По сравнению с частными контролирующими акционерами величина среднего контрольного пакета государ-

ства гораздо меньше и составляет 59,47 %. Рычаги управления, как правило, находятся у властей федерального уровня. Подобные показатели значительно выше средних по России (Капелюшников, Демина, 2005). Характерно, что при ответе на вопрос о статусе владельца контрольного пакета один из респондентов счел эту информацию коммерческой тайной, что дополнительно подчеркивает степень информационной закрытости региональных компаний.

В анализируемой нами выборке 47 компаний принадлежат к тем или иным интегрированным структурам, где распространен тип «концентрированной внешней собственности». Внешний собственник должен располагать действенными инструментами для предотвращения оппортунизма менеджеров. Непосредственное участие конечного собственника или материнской компании холдинга в управлении может лишь частично решить указанную проблему.

На момент акционирования в большинстве предприятий нашей выборки (91 %) акции распространялись среди физических лиц, в 70 % случаев акционером становилось государство. Так что преобладающим типом корпоративного контроля являлся контроль инсайдеров и государства. На сегодня наметились изменения в сторону роста доли аутсайдеров, причем распыленная собственность встречается реже, чем концентрированная. Следует отметить, что в уральских компаниях встречаются все четыре типа корпоративного контроля, выделенные Т. Г. Долгопятовой для российской промышленности (Долгопятова, 2001), но есть определенная специфика как по типам, так и по степени их распространения. Наиболее распространенным типом является «концентрированная собственность аутсайдеров», лидирующая с большим отрывом от всех прочих типов. Среди этой группы предприятий нетрадиционно выделяется концентрированная собственность государства. Высокая доля государства как собственника может объясняться двумя причинами: высокой долей приватизированных стратегически значимых для региона предприятий базовых отраслей и использованием государственной собственности как сигнала о низкой степени рисков для инвесторов (лоббирование интересов на отраслевых рынках, гарантированные выплаты дивидендов, малая вероятность захвата предприятий). На втором месте — концентрированная соб-

ственность инсайдеров как группы менеджеров, однако точность данных по этой группе может быть подвергнута сомнению, поскольку менеджеры в крупных компаниях зачастую опосредованно владеют пакетами акций, что искажает результаты. Присутствие этого типа контроля выше, чем полученные данные.

Таким образом, контроль на уральских предприятиях оформляется в два основных типа: 1) концентрированные внешние собственники, из которых выделяется государство, и 2) «кооператив менеджеров». Это важные выводы о направлении развития корпоративного управления, поскольку первый тип заинтересован в развитии механизмов корпоративного управления, а второй имеет достаточно рычагов влияния на принятие решений в компании помимо механизмов корпоративного управления. При этом важно, что на предприятиях выборки преобладает концентрированная внешняя собственность, что позволяет ожидать развитие инструментов корпоративного управления.

Типы корпоративного контроля в независимых и интегрированных компаниях. В нашей выборке доля интегрированных компаний составляет 49 % (47 ОАО) от общего числа ответивших на вопрос о принадлежности к бизнес-группам (всего 96 ОАО) (табл. 12 прил. 1). Такая представительность в базе дает нам основания проанализировать специфику корпоративной собственности и управления в интегрированном бизнесе по сравнению с независимыми компаниями выборки. Все данные приводятся по состоянию на первый квартал 2006 г.

По выборке в целом преобладающую роль во владении обыкновенными акциями играют крупные собственники — физические лица: акционеры, не работающие на предприятии, и топ-менеджеры компаний. Последние уступают место внешним инвесторам. Среди крупных акционеров выделяются также российские нефинансовые юридические лица и государство. При этом государственная собственность имеет больший вес, чем у групп промышленных предприятий. Распыленная собственность мелких физических лиц в основном представлена работниками предприятий. Остается незначительным участие иностранных и финансовых инвесторов (табл. 1 прил. 2).

Профиль акционерной собственности в уральских компаниях претерпевает изменения с учетом фактора интеграции. Основной формой объединения компаний в группы стали имущественные связи. Независимые предприятия отличает большая доля государства и физических лиц. При этом доля мелких физических лиц самая высокая в независимых компаниях. Рядовые члены групп имеют более высокую долю нефинансовых юридических лиц, в управляющих компаниях выше доля государства и крупных акционеров — физических и юридических лиц. Существенное отличие управляющих компаний состоит в высокой доле иностранных инвесторов, в то время как рядовые члены холдингов не имеют этой категории собственников, а на независимых предприятиях доля иностранцев в разы меньше. Аналогичная история повторяется с категорией собственников — банки. Объединение компаний по типу «финансово-промышленная группа» привело к многократному росту доли банков в группах по сравнению с независимым бизнесом. В целом структура собственности управляющих компаний более прозрачна (наименьшая доля категории «другие») и разнообразна по представительству разных групп собственников.

Большая доля государства в управляющих компаниях холдингов при отсутствии в выборке предприятий ТЭК, традиционно отличающихся государственным участием, может быть отражением двух факторов. Машиностроительные и химические предприятия, традиционно демонстрирующие высокие показатели интеграции, имеют большую долю оборонного производства, контроль над которым сохраняет государство через имущественные рычаги. В то же время строительные и металлургические компании, также широко представленные в составе бизнес-групп выборки, являются наиболее influentialными в регионе группами по социально-экономическим показателям деятельности. Государственное участие на этих предприятиях может рассматриваться не как контроль над производством, но как использование ресурсов успешного бизнеса в интересах регионов. У Паппэ (2002а, б) показаны роль государства в формировании большого бизнеса в России и сохранение тесных связей органов власти и бизнес-групп как условие деятельности последних.

В то же время рычаги воздействия на холдинги в руках региональных властей сокращаются. Региональные чиновники сохраня-

Таблица 2.6

**Структура собственности в независимых компаниях
и бизнес-группах, %**

Тип собственника	Независимые компании		Члены группы компаний			
			Управляющие		Рядовые	
	Средний пакет акций	Доля отве- тивших	Средний пакет акций	Доля отве- тивших	Средний пакет акций	Доля отве- тивших
Государство	46,30	37,93	34,09	27,27	16,94	21,34
Физические лица	55,17	25,81	33,27	31,38	39,27	37,11
В том числе:						
крупные физичес- кие лица	31,82	24,52	15,30	30,05	16,85	33,38
банки и инвестици- онные компании	1,01	10,34	16,17	41,86	8,71	37,89
российские нефи- нансовые юриди- ческие лица	17,00	3,45	21,80	28,36	35,44	51,80
иностраные инвесторы	3,32	6,9	9,24	9,09	0,00	0,00
Прочие	13,56	28,8	2,58	12,45	11,66	40,91

ют больший контроль над более «управляемыми» независимыми компаниями. Конкурентоспособность региона обеспечивается за счет поддержки и сохранения контроля в холдингах «регионального значения», управляющие компании которых базируются в региональных городах. Вхождение предприятий в состав крупных федеральных холдингов значительно сокращает влияние административного ресурса региональных властей. Концентрированная собственность вообще и государственная в частности способствует сокращению вероятности слияний и поглощений. Можно предположить, что сохранение «зоны контроля» региональных властей осуществляется в том числе за счет имущественного инструмента — участия в собственности.

Механизм собственности дополняет и укрепляет «модель обмена» между государством и бизнесом (Frue, 2002). Близость к региональным властям и возможность получения от них тех или иных субсидий обуславливали большой объем социальных обязательств для градообразующих предприятий в России (Naaparanta et al., 2003; Juurikkala, Lazareva, 2006).

Специфика взаимоотношений местных властей и крупных холдингов федерального значения может быть проиллюстрирована показательной ситуацией с ОАО «Нижнетагильский металлургический комбинат» (НТМК). НТМК — самое известное предприятие индустриального Горнозаводского района. До вхождения в Евразхолдинг муниципалитет широко использовал административный ресурс для решения текущих и стратегических проблем территории (строительство дорог, школ, больниц, коммунальное хозяйство). Для использования средств НТМК в статусе члена крупного холдинга в этих целях административного ресурса муниципалитета оказывается недостаточно. Теряется возможность получения заказов региональными предприятиями других отраслей, обеспечивающих жизнедеятельность гигантов индустрии. Выбор подрядчика осуществляется управляющей компанией. Таким образом, с выходом предприятий из-под контроля региональных властей теряют свою конкурентоспособность в кратко-срочном периоде как отдельные предприятия местного значения, так и территория в целом.

Представив структуру собственности региональных компаний в разрезе корпоративной интеграции, мы можем сделать заключение, что концентрация, как форма контроля и защиты интересов инвесторов, свойственна не только холдингам, но и независимому бизнесу. Меняется только структура владения: в бизнес-группах распространен контроль юридических лиц и государства, а в независимых АО — физических лиц и государства (табл. 2.7).

Концентрация собственности на независимых и интегрированных предприятиях существенно отличается в пользу интегрированных компаний. В целом доминирующий собственник, независимо от владения пакетом, встречается здесь на 14,4 п. п. чаще, чем в автономных компаниях. При этом в управляющих компаниях распространена модель акционерного контроля с «противовесом» бло-

Таблица 2.7

**Характеристики корпоративного контроля
в независимых компаниях и бизнес-группах, % ответивших**

Характеристика корпоративного контроля	Независимые компании	Члены группы компаний		Всего по группе
		Управляющие	Рядовые	
Есть доминирующий собственник (самооценка предприятия)	49,8	67,1	61,2	64,20
Есть контрольный пакет (50 % + 1 акция)	43,5	65,1	58,9	61,15
Кроме контрольного пакета (50 % + 1 акция) есть блокирующий пакет (< 50 %, > 25 %)	24,70	31,20	0	31,20
Генеральный директор — акционер компании	55,17	22,52	9,30	31,82

кирующего пакета. Для рядовых членов групп такая ситуация нехарактерна. Контролирующему собственнику никто не противопоставит при принятии решений. Таким образом, предприятия группы находятся под односторонним контролем. Концентрация собственности, как условие корпоративной интеграции, используется на уральских предприятиях, что согласуется с выводами других исследований (Интеграционные процессы..., 2006; Радыгин, 2004).

Модель инсайдерского корпоративного контроля в большей степени нашла распространение в независимых предприятиях. Здесь на 55,17 % АО генеральный директор обладает пакетом обыкновенных акций. В группах этот показатель значительно ниже — 31,82 %. Совмещение владения и управления используется управляющими компаниями, у рядовых членов групп в руководстве в основном присутствуют наемные менеджеры. В целом на интегрированных предприятиях распространена модель внешнего контроля: только треть компаний управляется собственником. Совмещение владения и управления в управляющих компаниях более чем в два раза превосходит уровень рядовых компаний холдингов.

Таким образом, в интегрированных компаниях выборки наблюдается распространение модели внешнего контроля, что должно повлечь за собой рост спроса на механизмы корпоративного управления. Можно предположить, что наибольшее развитие они получают на рядовых предприятиях группы, где слабо выражено совмещение владения и управления. Интегрированные компании должны демонстрировать лидерство по росту качества корпоративного управления, а следовательно, являться привлекательными объектами для зарубежных и отечественных инвесторов.

Подводя итог сказанному в гл. 2, отметим важнейшие характеристики корпоративного контроля, являющегося базой для обеспечения условий эффективного функционирования механизмов корпоративного управления. Несмотря на растущую долю внешних собственников, сохраняется достаточный объем инсайдерской концентрированной собственности. Инсайдерский контроль наблюдается даже при условии формального отделения крупного собственника от управления: мажоритарии могут использовать для этих целей механизм совета директоров. В то же время тенденция к усилению аутсайдерского контроля поддерживается развитием интегрированных структур. Растет, хотя и незначительно, участие иностранных и институциональных инвесторов. Эти типы собственников традиционно нацелены на рост стоимости компаний, дивиденды и развитие корпоративного управления.

Государство, как инвестор, владеет как крупными пакетами акций, так и мелкими. Укрепление его позиций в качестве крупного акционера происходит в последнее время в основном в растущих отраслях экономики. Являясь крупным собственником компаний в этих отраслях, государство заинтересовано и в получении контроля над значимыми сферами хозяйствования, и в получении стабильного дохода бюджета в форме дивидендов.

Андрефф В. Российская приватизация: подходы и последствия // *Вопр. экономики.* 2004. № 6. С. 64.

Верников А. Совет директоров и система корпоративного управления в российских банках // *Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль совета директоров.* М.: Изд-во «Европа», 2008. С. 51–59.

Витебский В. Я., Коленникова О. А., Косалс Л. Я. Оборонные предприятия России: 1995–2002 гг. М.: ИСЭПН РАН, 2002.

Гуриев С., Рачинский А. Концентрация собственности в российской экономике // Transition: Эконом. вестн. о вопросах переход. экономики. 2004. № 4 (окт. — дек.). С. 13–19.

Гуриев С. и др. Корпоративное управление в российской промышленности / С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский, С. Цухло. М.: МОНФ; Рос. эконом. шк., 2003. (Сер.: Науч. докл.: независим. эконом. анализ; № 149).

Долгопятова Т. Г. Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение. М., 1995. С. 57.

Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопр. экономики. 2001. № 5. С. 46–60.

Долгопятова Т. Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности: Препринт WP1/2003/03. Сер. WP1. Институциональные проблемы российской экономики. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2003.

Долгопятова Т. Г. Корпоративная собственность и корпоративный контроль в компаниях // Российская экономика на новых путях: Сб. ст. / Под ред. Э. И. Гойзмана. М.: Ин-т бизнеса и экономики, 2004а.

Долгопятова Т. Г. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Корпоративный контроль и управление предприятиями: Альм. Ассоциации независим. центров эконом. анализа. 2004б. № 5. С. 81–98.

Долгопятова Т. Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Рос. журн. менеджмента. 2004в. Т. 2, № 2. С. 3–26.

Долгопятова Т. Г. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний // Вопр. экономики. 2007. № 1. С. 84–97.

Изменение поведения предприятий в постприватизационный период // Там же. 1996. № 10. С. 121.

Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях // Научные доклады: независимый экономический анализ». М.: МОНФ; АНО «Проекты для будущего: науч. и образоват. технологии», 2006. (Сер. Науч. докл.: независим. эконом. анализ; № 180).

Капелюшников Р. И. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопр. экономики. 2001. № 12. С. 112.

Капелюшников Р. И., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопр. экономики. 2005. № 2. С. 55.

Кузнецов Б. В., Долгопятова Т. Г., Симачев Ю. В. Преобразование отношений собственности // Российская промышленность: институциональное развитие / Под ред Т. Г. Долгопятовой. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2002.

Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России (анализ «голубых фишек» фондового рынка) // Эконом. журн. высш. шк. экономики. 2000. Т. 4, № 4. С. 475–504.

Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий: Аналит. докл. М.: Бюро эконом. анализа, 2001.

Панпэ Я. Ш. «Олигархи»: экономическая хроника 1992–2000. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2000.

Панпэ Я. Ш. Российский крупный бизнес как экономический феномен: особенности становления и современного этапа развития // Проблемы прогнозирования. 2002а. № 1. С. 29–46.

Панпэ Я. Ш. Российский крупный бизнес как экономический феномен: специфические черты, модели его организации // Проблемы прогнозирования. 2002б. № 2. С. 83–97.

Радыгин А. Д. Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп // Рос. журн. менеджмента. 2004. Т. 2, № 4. С. 35–58.

Радыгин А. Д., Энтов Р. М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. М.: ИЭПП, 2001. № 36 (Сер. Науч. тр.).

Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007.

Симачев Ю. Направления и факторы реструктуризации бизнеса в обрабатывающих отраслях промышленности. М.: Бюро эконом. анализа, 2001.

Стиглиц Дж. Quis custodiet ipsos custodies? Неудачи корпоративного управления при переходе к рынку // Экономическая наука современной России. 2001. № 4. С. 111.

Frye T. Capture or Exchange? Business Lobbying in Russia // Europe-Asia Studies. 2002. Vol. 54, № 7. P. 1017–1036.

Juurikkala T., Lazareva O. Lobbying at the Local Level: Social Assets in Russian Firms: BOFIT Discussion Papers № 1. Helsinki, 2006.

Haaparanta P. et al. Firms and Public Service Provision in Russia: BOFIT Discussion Papers / P. Haaparanta, T. Juurikkala, O. Lazareva, J. Pirttilä, L. Solanko, E. Zhuravskaya. Helsinki, 2003. № 16.

ГЛАВА 3. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В УСЛОВИЯХ КОНЦЕНТРИРОВАННОЙ СОБСТВЕННОСТИ

Определив в предыдущей главе профиль акционерной собственности и типы корпоративного контроля на уральских предприятиях, наметим следующие тенденции в развитии механизмов корпоративного управления. Внешняя концентрированная собственность должна стимулировать преимущественное развитие внутренних механизмов корпоративного управления. При наличии большого количества интегрированных компаний особого внимания заслуживает институт директоров как механизм мониторинга и координации действий менеджеров. С точки зрения раскрытия информации логично предположить преимущественное развитие внутренней прозрачности, нацеленной на нужды доминирующих собственников, а не на привлечение внешних инвесторов и отражающей развитие фондового рынка. Крупные внешние собственники будут использовать увольнения менеджеров для реализации своих интересов. Дивидендная политика в условиях внешней собственности и слабого развития фондового рынка не должна быть приоритетным объектом внимания доминирующих собственников.

Высокая доля государства в структуре внешней собственности будет влиять на корпоративное управление в компаниях. Государство не может выступать в качестве профильного инвестора, поэтому при эффективной работе представителей государства в советах директоров его интересы сводятся к получению дохода на капитал и выполнению задач, связанных с социально-экономическим развитием территорий. В связи с этим логично предположить, что государственное участие в собственности будет поддерживать практику регулярной выплаты дивидендов в соответствии с действующим законодательством.

В противовес сказанному о модели контроля крупных внешних акционеров в компаниях с концентрированной собственностью менеджеров практику применения стандартов корпоративного управления превращают в формальное следование требованиям законодательства и регулирующих органов.

3.1. ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИИ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Совету директоров, как объекту эмпирических исследований, в отечественной литературе до недавнего времени уделялось мало внимания. Недостаточное количество работ в предыдущее время во многом объясняется сложностью формализованной оценки его деятельности. Отдельные аспекты функционирования советов директоров рассматривались в работах Авдашевой (2007); Гуриева и др. (2003); Авдашевой, Долгопятовой, Пляйнес (2007), Долгопятовой (2001, 2004, 2007), Долгопятовой, Уваровой (2007), Ильичук (2007), Кузнецова, Муравьева (2002), в исследованиях «Структурные изменения...» (2004), «Портрет совета директоров...» (2007), «Развитие спроса...» (2003), «Российская корпорация...» (2007). Следует отметить, что интерес ученых и практиков к работе советов и возможностям его использования повышается (см., например, Корпоративное управление..., 2008).

Незначительные эмпирические исследования работы советов в российских компаниях до 2002 г. выявили неэффективность использования совета как механизма корпоративного управления. Типичная картина работы совета продемонстрирована проведенным в 2001 г. ФКЦБ России совместно с Институтом фондового рынка (ИФРУ) и проектом ТАСИС «Консультационные услуги по инвестициям на фондовом рынке» (ИНВАС) (см.: Структура и организация деятельности советов..., 2002) выборочным анкетированием 60 крупнейших ОАО, регистрирующих выпуски ценных бумаг в ФКЦБ России. Производилась сравнительная оценка лучшей и российской практик корпоративного управления. В отношении структуры совета были получены следующие результаты. Только в одной компании на 2001 г. существовал постоянно действующий комитет по вопросам стратегического развития. В то же время 70 % респондентов констатировали приоритетную роль советов в стратегическом планировании на предприятиях. Соотношение исполнительных и внешних членов совета составляло 30 : 70 в соответствии с Законом РФ «Об акционерных обществах»; в то же время соотношение зависимых и независимых директоров составило 80 : 20, что значительно меньше барьера в 30 % от численности

внешних директоров. Среди функций советов наименьшее внимание уделялось управлению рисками, раскрытию информации и созданию оперативных механизмов контроля над менеджментом. Процедура оценки деятельности совета и исполнительного руководства присутствовала на момент опроса только в одной компании, и в семи такие процедуры разрабатывались. При этом большинство компаний (81 % опрошенных) оценивали сложившуюся у них систему корпоративного управления как «хорошую, но требующую улучшений». Общим выводом исследования стала констатация факта формального использования механизма совета даже в тех российских компаниях, которые активнее остальных привлекают внешнее финансирование.

Материалы углубленных интервью АО, собранные коллективом сотрудников ГУ–ВШЭ, показали (Долгопятава, 2004), что деятельность совета — зачастую дань формальным нормам права и ее характер обычно связан со сращиванием совета и исполнительного менеджмента и стабильностью состава совета. Самая консервативная политика в отношении совета директоров сохранилась при «полном совмещении» функций менеджмента и совета.

Отмеченный выше недостаток эмпирических исследований по работе советов директоров распространяется и на такой аспект, как влияние отдельных параметров качества работы совета на показатели эффективности компаний. Работа К. Ильичука (2007) представляет результат эконометрического исследования характера связи между представительством в совете директоров разных категорий участников (менеджеров, представителей органов государственной власти, финансовых структур, крупных холдингов, промышленных структур, независимых директоров и т. д.) и эффективностью деятельности предприятия. На данных о 270 крупнейших промышленных АО за период с 1999 по 2004 г. автором выявлено, что негативное влияние наличия менеджмента в совете директоров, т. е. использование инсайдерской модели контроля, не имеет негативного влияния на показатель рентабельности продаж компаний выборки. Традиционная для теории агентов точка зрения о линейной и негативной связи между участием менеджмента в совете директоров и эффективностью предприятий не нашла подтверждения. В целом же связь между присутствием отдельных типов директо-

ров и показателями эффективности нелинейна. Так, для представителей крупных холдингов пороговым значением участия является 35 % от общего числа директоров в совете. С помощью аппарата цепей Маркова построен прогноз, позволяющий определить основные направления изменений в распределении типов советов директоров. В частности, установлено, что участие представителей органов государственной власти будет сокращаться, а представителей крупных холдингов — увеличиваться. Установлено, что влияние представителей крупных холдингов на эффективность положительно в топливной и химической отраслях и отрицательно в металлургии, а менеджмента — положительно в топливной и прочих отраслях и отрицательно в металлургии и химической отрасли.

Рост российской экономики и усиление конкуренции привели инвесторов к пониманию необходимости изменения как системы управления компаниями, так и системы корпоративных отношений. Произошли значимые сдвиги в использовании совета директоров. Основными тенденциями развития института совета директоров в российских компаниях стали:

- уменьшение числа членов в советах, что свидетельствует о более эффективном использовании работы директоров (Структурные изменения..., 2004);

- преобладание в типичных советах директоров независимых частных АО менеджмента компаний, что формализует характер работы советов (Долгопятава, 2001; Структурные изменения..., 2004);

- повышение реального влияния совета при принятии стратегических решений на предприятиях (Структурные изменения..., 2004), значимое влияние структуры совета на эффективность работы компаний, причем модель инсайдерского совета не снижает конкурентоспособности российских компаний (Ильичук, 2007).

При разделении владения и управления, которое проявляется в том, что крупные собственники не являются одновременно топ-менеджерами компаний, а также в целом при высококонцентрированной внешней собственности появляются следующие черты работы советов: повышение доли представителей крупных внешних акционеров, в том числе государства; рост интенсивности обновления состава совета (Долгопятава, 2007; Долгопятава, Уварова, 2007). Это усиливает агентскую природу совета.

В холдингах, как особой форме организации бизнеса, предполагающей разделение собственности и управления, специфические черты работы советов состоят в активном использовании инструментов корпоративного управления для построения внутри группы прозрачных структур управления. В отношении совета директоров это проявляется в более низкой доле менеджеров в советах, более активном использовании независимых директоров, более существенной, чем в независимых компаниях, роли совета при принятии решений, более частой смене состава совета (Авдашева, 2007; Радыгин, 2004).

В АО с участием государства в собственности расширяется функционал директоров; увеличивается доля независимых директоров и представителей мелких внешних собственников (Авдашева, Долгопятова, Пляйнес, 2007; Кузнецов, Муравьев, 2002). Для крупнейших российских эмитентов характерны понижение качества работы совета в компаниях с государственной собственностью (Портрет совета директоров..., 2007); неудовлетворительная степень прозрачности системы управления государственными пакетами акций, выражающаяся в низкой мотивации представителей государства, отсутствии публичной системы отчетности представителей, слабой организации взаимодействия между ведомствами по поводу норм корпоративного управления и их правоприменения (Мотылев, 2004).

Тем не менее, несмотря на отмеченную в последнее время позитивную динамику показателей состава, структуры и статуса российских советов, исследователи продолжают наблюдать формализацию их работы. Так, улучшение параметров эффективности работы совета, вызванное выходом компаний на IPO, не отражает реального улучшения, а вызвано требованиями регуляторов фондового рынка (Кочетыгов, 2006; Национальный совет..., 2008).

В отношении региональных компаний возникает вопрос о том, как изменяется характер работы совета директоров с учетом роли региональных властей¹, участвующих как в собственности, так и в работе совета директоров компаний. Это объясняется активизаци-

¹ Участие федерального уровня власти характерно в первую очередь для крупнейших компаний России. Кроме участия в собственности, государственные чиновники работают в советах директоров частных компаний.

ей взаимоотношений власти и бизнеса на уровне региона (Яковлев, 2003, 2005, 2007; Яковлев, Данилов, 2007). Важно уловить изменения, происходящие в советах при изменении профиля концентрированной собственности при усилении доли внешних акционеров, в том числе в условиях корпоративной интеграции.

Для характеристики работы совета мы будем использовать следующие блоки характеристик: 1) состав совета (соотношение представителей разных групп инвесторов в совете, число независимых директоров и пр.); 2) структура совета (число директоров, разделение поста председателя совета и исполнительного руководителя, наличие комитетов в совете и пр.); 3) процедурные вопросы работы совета (число заседаний в год, процедуры согласования позиций сторон, наличие корпоративного секретаря и пр.); 4) компетенция совета (тип решений, принимаемых реально советом; квалификационные требования к директорам, компетентность директоров и др.).

3.2. СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ И КОРПОРАТИВНЫЙ КОНТРОЛЬ

Наиболее распространенным режимом работы совета директоров в уральских компаниях являются ежеквартальные заседания. В последние годы обнаруживается тенденция увеличения временного диапазона между заседаниями советов. В то же время 28 % предприятий ответили, что заседания проходят раз в месяц и чаще. Тем не менее число заседаний не отражает сущность и качество работы компаний. Респонденты сами отмечали формальность частых заседаний, которые проводятся заочно (рис. 3.1).

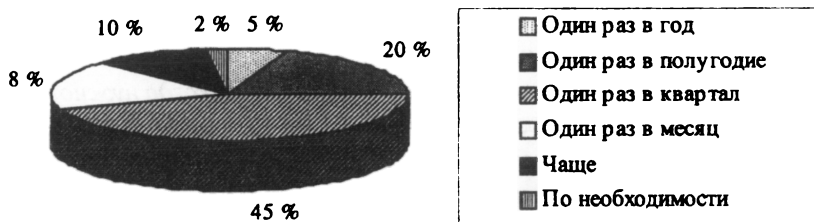


Рис. 3.1. Частота заседаний советов директоров, % ответивших

В случае контроля «кооператива менеджеров» и преобладания администрации предприятия в составе совета директоров заседания совета проводятся довольно редко. Многие респонденты отмечали, что решают вопросы «в рабочем порядке», без созыва совета. Есть случаи формального подхода к заседаниям совета директоров — *«заседания Совета официально оформляем один — два раза в год, как требуется по Уставу, а так — обычные совещания»*. Вполне очевидно, что в этом случае совет директоров как институт корпоративного управления фактически не действует. Относительно частые факты заседаний совета (ежемесячно) отмечаются в холдинговых структурах. При таком частом созыве этот орган более востребован в качестве координирующего инструмента для сложной системы управления холдингом. Можно предположить, что через членство в совете директоров руководителям холдингов удастся выстроить властную вертикаль.

Важный аспект деятельности совета как института корпоративного управления заключается в системе согласований позиций по важным вопросам, которые происходят между всеми влиятельными сторонами. Один из респондентов назвал эту систему «заочным голосованием»: *«А что касается внеочередных [заседаний], бывает и заочное голосование, оно предусмотрено Уставом. Мы проводим заочное голосование, оно может проводиться быстро, если вопрос требует быстрого решения»*. Таким образом, менеджмент предприятия имеет возможность проводить удобные для себя решения практически без обсуждения с внешними акционерами, если среди внешних акционеров нет крупных инвесторов. Подобная практика присутствует в компаниях с блокирующим и меньшим пакетом в руках внешних собственников.

Режим предварительных договоренностей позволяет протекать заседаниям совета на большинстве предприятий неконфликтно. Как отметил один из респондентов, *«практически проведение самого совета директоров — это формальная процедура, когда нужно принять решение. Если нужно принять решение по какому-то вопросу, мы созваниваемся, если нужно, пересылаем информацию. А потом мы делаем опросный лист и совет директоров подписывается. Если все расписались — решение принято»*. Один из респондентов — генеральный директор предприятия — упомянул о нера-

циональности создания комитетов в совете директоров. Фактически необходимости в такой институционализации нет. *«У нас нет вопросов, которые нужно решать только на совете. А все, кого я приглашаю на совещание, — члены совета директоров. Ну, немножко там дополнительных людей, но мы и на совет иногда приглашаем людей, которые не являются членами совета».* Подобная ситуация возникает, когда «кооператив менеджеров-собственников» не встречает серьезного противовеса в структуре собственности в лице крупного частного инвестора.

С ростом концентрации собственности у внешних акционеров расширилась практика создания комитетов в совете директоров. Такая институционализация функций совета говорит, во-первых, о фактическом использовании совета как органа управления АО; во-вторых, о качестве разработки решений вследствие специализации труда директоров, хотя не следует забывать и о третьей причине распространения комитетов — формальном следовании стандартам лучшей практики корпоративного поведения. Наибольшее распространение получили комитет по аудиту (36 % респондентов) и комитет по стратегическому управлению и финансам (26 %). Первое определено существующей тенденцией в дополнение функций внешнего аудитора членами комитета по аудиту, второе же отражает сущность деятельности совета директоров как контрольно-наблюдательного органа. Другими комитетами, получившими развитие в 2006 г., стали комитет по корпоративному управлению и комитет по кадрам и вознаграждениям.

Можно выделить общие для многих советов сферы компетенции: формулировка стратегии развития компании, согласование финансовых вопросов, утверждение отчетности перед основной массой акционеров. Сфера компетенции совета директоров не распространяется на кадровые вопросы в отношении работников компании, кроме топ-менеджеров. В то же время сфера компетенции совета различается от предприятия к предприятию, что обусловлено в первую очередь принадлежностью компаний к интегрированным структурам. В них на советы ложатся дополнительные функции по принятию решений структурного характера и согласованию интересов холдинга и его рядовых членов.

Обследование показало, что обычной практикой уральских компаний является ситуация, когда в совет директоров предприятия входят 7 человек, причем с ростом размера предприятия растет и совет (от 3 человек до 15 максимально). На большинстве предприятий состав совета директоров за 2003–2005 гг. активно менялся, причем только за 2005 г. смена состава прошла на 44 из 100 опрошенных компаний. Происходившие изменения были связаны как с экономическими (изменения структуры собственности, интеграционные процессы), так и неэкономическими причинами (возраст, состояние здоровья, ротация акционерами своих представителей без изменения состава акционеров; смена представителей государства в силу политических причин). Нестабильность состава совета директоров в большинстве случаев была связана с решением акционеров, что соответствует агентской природе совета и интересу со стороны акционеров к этому механизму корпоративного управления. В то же время респонденты подчеркивали, что акционеры воспринимают совет не только как механизм мониторинга работы менеджмента, но и как дополнительный инструмент управления компанией. Наиболее ярко это проявляется в управляющих компаниях бизнес-групп.

Независимые директора присутствовали на начало 2006 г. в 27 % опрошенных ОАО, на 2002 г. случаев независимых директоров не отмечено. Наличие независимых директоров определяется во многом структурой собственности: наиболее часто независимые директора представляют интересы аутсайдеров — иностранных инвесторов, государства и институциональных инвесторов. Внешние собственники активно мотивированы на использование инструментов корпоративного управления в реализации своего контроля над компанией. В то же время роль независимых директоров в работе совета оценивалась респондентами как незначительная.

Респонденты отмечали также, что важным требованием к членству в совете директоров с точки зрения эффективности его функционирования является уровень профессионализма директоров, их компетентность в вопросах работы компании. В этой связи наибольшее число нареканий вызывали представители государства. В то же время государственные представители на предприятиях, где нет государственного участия, не подвергались такой критике.

Присутствие в совете госчиновников регионального уровня власти в этом случае определялось иными критериями, нежели формальным следованием структуре собственности. Присутствие такого директора несло определенные выгоды для предприятия с точки зрения использования административного ресурса (рис. 3.2).

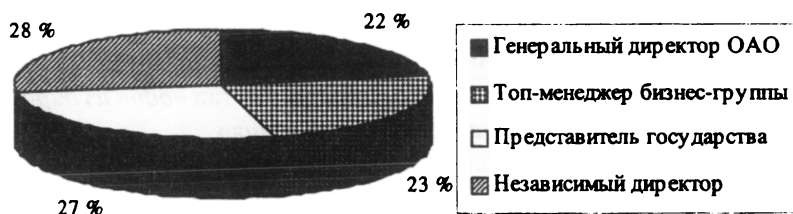


Рис. 3.2. Статус председателя совета директоров, % ответивших

Должность председателя совета директоров более чем в половине случаев занимал не сотрудник предприятия. Вместе с тем нельзя сказать, что совет директоров возглавляет «стороннее лицо». Анализ показывает, что в ряде случаев во главе совета оказывался представитель структур, в доприватизационный период руководивших предприятием. Так, председатель совета директоров одного из бывших оборонных предприятий являлся *«вице-президентом акционерного общества, [происходящего из] бывшего Министерства обороны. Бывший начальник главка»*.

Советы директоров на стратегически важных и крупных предприятиях возглавляются представителями власти. Как правило, это непосредственно руководители департаментов региональных администраций по управлению государственным имуществом в ранге заместителя губернатора либо лица, непосредственно стоящие за ними в административной иерархии. Необходимо отметить, что смена председателя совета директоров на таких предприятиях увязана с особенностями политической жизни региона. В частности, после смены губернатора Тюменской области в 2001 г. были заменены и составы советов директоров в связи с приходом новой политической команды.

Достаточно распространена ситуация, когда должность председателя совета директоров занимает представитель головной организации, как в случае с Екатеринбургским виншампанкомбинатом, где этот пост занимал представитель Росспиртпрома.

Фактически ни в одном из случаев не идет речь о «стороннем лице» на посту председателя совета. Исследование показало, что запрет на совмещение должностей генерального директора и председателя совета директоров неэффективен. Как сообщил один из респондентов, после появления этого запрета председателем совета директоров вместо генерального директора стал *«один из директоров наших филиалов дочернего предприятия»*.

С точки зрения представительства интересов контролирующих групп в совете директоров наиболее часто наравне с государством представлены акционеры-инсайдеры² — топ-менеджеры компаний, в то время как с точки зрения модели корпоративного контроля доминирует контроль внешних собственников (табл. 3.1). Только государство, значимо представленное в структуре собственности уральских компаний, сохраняет свои позиции и по представительности в совете директоров. Причем доля менеджеров в составе совета растет с падением уровня концентрации собственности. Доля менеджмента в совете ниже в управляющих компаниях холдингов и выше для рядовых членов и независимых предприятий. В управляющих компаниях наблюдается самая высокая доля государственных представителей. Факт несовпадения модели корпоративного контроля и модели совета директоров может свидетельствовать, с одной стороны, о том, что происходит объединение интересов внешних собственников с менеджментом через систему представительства в совете директоров; с другой стороны — что крупные внешние собственники приводят с собой команду наемных менеджеров, которые участвуют и в работе совета директоров для исключения вмешательства иных категорий акционеров.

Несмотря на то что значительных изменений в составе совета директоров за период с 2002 по 2006 г. не произошло, в целом по

² Этот вывод согласуется с показателем 80 %-го присутствия в советах инсайдеров, полученным в ходе обследования 822 крупных и средних АО промышленности и связи, проведенного в 2005 г. (Долгопятова, 2007б).

Таблица 3.1

Структура совета директоров предприятий*, % ответивших

Структура совета директоров	2002	2006
Высший руководитель предприятия	33,12	33,33
Заместители высшего руководителя предприятия	23,57	24,29
Представители российских физических лиц и нефинансовых юридических лиц	26,75	23,34
Представители государства	12,10	10,48
Представители иностранных инвесторов	3,18	2,38
Представители банков и институциональных инвесторов	1,27	6,19

* Всего ответили 98 компаний.

выборке можно выделить рост доли представителей сторонних инвесторов за счет представителей банков и инвестиционных фондов.

В компаниях, где складывается модель преобладающего участия в совете менеджеров и представителей государства, типична ситуация бесконтрольности действий менеджеров. Респонденты таких компаний называли совет «вспомогательным органом». В случае когда в совете присутствуют представители внешнего крупного частного акционера, подобного рода замечаний не наблюдалось.

Для сравнения полученных результатов приведем основные выводы обследования 75 крупнейших российских компаний-эмитентов, проведенное в 2006 г. аналитиками Standard & Poor's (Портрет совета директоров..., 2007). Компании выборки отличаются от ОАО нашей выборки двумя важными характеристиками с точки зрения развития корпоративного управления: экономическим размером и фондовой активностью. В нашей выборке доля АО, акции которых котируются на фондовых биржах, составляет 22 %, в том числе на зарубежных торговых площадках — 9 % (табл. 11 прил. 1). В выборке Standard & Poor's все компании включены в листинг фондовых бирж. Хотя аналитики и связывают развитие совета директоров с фондовой активностью, базовым фактором характера

совета является все же модель корпоративного контроля. Это сближает характеристики советов в нашей выборке и в выборке S&P, хотя существенные различия присутствуют. Несмотря на превалирование модели внешней концентрированной собственности, как и в нашей выборке, в советах доминируют инсайдеры-менеджеры (66 % всех директоров).

Исследование Standard & Poor's подтвердило основной тезис о формировании структуры совета директоров российских компаний под влиянием концентрированной собственности. Влияние контролирующих акционеров в совете осуществляется как непосредственно через представителей доминирующих акционеров, так и через менеджеров компаний, аффилированных с ними. Рост числа внешних директоров, независимых в том числе, объясняется ростом внешней концентрированной собственности. Наличие независимых директоров связывается непосредственно с требованиями иностранных инвесторов и органов регулирования деятельности эмитентов. В 77 % АО присутствовали независимые директора (в нашей выборке — треть), причем в 40 % выборки доля независимых директоров превышала 25 % состава совета.

Приведенное сравнение с исследованием Standard & Poor's усиливает мотивацию к проверке гипотезы влияния концентрированной собственности на работу совета в нашей выборке региональных компаний. Высокая концентрация собственности отражается на использовании инструментов корпоративного управления, и в том числе совета директоров. С точки зрения агентской теории советы в АО с концентрированной собственностью должны включать большую долю представителей крупных собственников.

В уральских акционерных обществах с высококонцентрированной собственностью основную долю членов советов составляют менеджеры предприятий — высшие руководители либо их заместители. Менеджмент компаний захватывает советы, подчиняя себе контрольный орган. В то же время в структуре совета слишком большую долю занимает группа «другие», что не позволяет говорить о прозрачности структуры совета. Очень низка доля институциональных инвесторов: крупные собственники не пускают представителей миноритариев к рычагам управления компаниями. Ограничить представительство государства крупные собственники не

могут из-за законодательных требований, а также по причине легкого вступления в альянс с представителями государства, как отмечали сами респонденты. Концентрированная собственность сама по себе стимулирует внутренний контроль: крупные владельцы участвуют не только в управлении, но и в работе совета директоров (табл. 3.2).

Таблица 3.2

**Структура совета директоров
в АО с высокой концентрацией собственности (50 % + 1 акция)*,
% ответивших**

Структура совета директоров	2002	2006
Высший руководитель предприятия	34,88	30,51
Заместители высшего руководителя предприятия	22,09	23,73
Представители российских физических лиц и нефинансовых юридических лиц	26,75	27,11
Представители государства	11,63	13,56
Представители иностранных инвесторов	2,33	3,39
Представители банков и института инвесторов	2,33	1,69

* Всего на этот вопрос ответили 30 компаний.

В структуре совета директоров компаний с высокконцентрированной собственностью за период с 2002 по 2006 г. произошли ожидаемые изменения. Топ-менеджмент компаний уступил свои позиции представителям государства, крупных российских частных акционеров и иностранным инвесторам. Несмотря на преобладание инсайдерской модели совета происходит движение в сторону роста доли аутсайдеров. При этом позиция крупных частных инвесторов (более четверти всех советов) остается стабильной.

В отличие от концентрированной собственности в компаниях со средней концентрацией (у крупнейшего собственника находится пакет акций размером от 25 до 50 %) доля менеджеров еще выше, но ниже доля государства. Место государства занимают менедже-

ры компаний и частные внешние собственники. Меньшая концентрация собственности позволяет миноритарным инвесторам усилить свое влияние через совет директоров (табл. 3.3).

Таблица 3.3

Структура совета директоров в АО со средней концентрацией собственности (25–50 % акций у крупнейшего собственника)*, % ответивших

Структура совета директоров	2002	2006
Высший руководитель предприятия	34,78	35,56
Заместители высшего руководителя предприятия	16,15	17,78
Представители российских физических лиц и нефинансовых юридических лиц	25,76	26,67
Представители государства	9,67	8,89
Представители иностранных инвесторов	1,56	0,00
Представители банков и института инвесторов	12,08	11,11

* Всего на этот вопрос ответили 20 компаний.

При низкой концентрации капитала доля менеджмента в совете наиболее высока. Чаще всего в совете присутствует высший руководитель компании, обладающий пакетом акций. Такие компании демонстрируют модель «частной фирмы», несмотря на акционерное оформление собственности. Единственная противостоящая сила — представители частных внешних акционеров (промышленных предприятий и физических лиц) (табл. 3.4).

Сравнение структуры советов с разной концентрацией собственности приводит нас к выводу, что концентрация собственности способствует росту доли внешних собственников в составе советов, хотя основными членами контрольно-наблюдательного органа являются менеджеры компаний. Именно крупные частные акционеры являются единственным типом собственников, которые могут обеспечить себе представительство в составе совета независимо от концентрации собственности и роли менеджмента в совете. Это

Таблица 3.4

Структура совета директоров в АО с низкой концентрацией собственности (менее 25 % акций у крупнейшего собственника)*, % ответивших

Структура совета директоров	2002	2006
Высший руководитель предприятия	33,93	42,86
Заместители высшего руководителя предприятия	25,00	25,00
Представители российских физических лиц и нефинансовых юридических лиц	23,21	21,43
Представители государства	12,50	3,57
Представители иностранных инвесторов	5,36	3,57
Представители банков и института инвесторов	0,00	3,57

* Всего на этот вопрос ответили 15 компаний.

свидетельствует об интересе частных инвесторов к использованию совета для укрепления своих позиций и сохранения инсайдерского положения при формальном разделении владения и управления.

Обновление состава совета является еще одной характеристикой его агентской природы. В компаниях с высококонцентрированной собственностью состав совета наименее стабилен, хотя отличия по группам концентрации незначительны. Для группы компаний с высококонцентрированной собственностью менее характерно совмещение должности председателя совета директоров и генерального директора компании (33,3 % случаев в группе). Обратная картина наблюдается в компаниях с низкой концентрацией капитала (41 % случаев в группе), там нет существенных рычагов в руках сторонних инвесторов для противостояния контролю менеджмента над компанией.

Нестабильность совета по воле крупных акционеров является свидетельством возможности акционеров влиять на работу компании. Об этом же говорит и высокая степень обновления топ-менеджеров компаний. Крупные инвесторы демонстрируют свое влияние на менеджмент посредством использования угрозы увольнения (табл. 3.5, 3.6).

Таблица 3.5

**Обновление состава совета директоров в 2003–2005 гг.,
% ответивших**

Изменения в составе совета директоров	По всей выборке	Группы АО с концентрацией капитала		
		низкой	средней	высокой
Сохранился	50,45	52,83	48, 39	48,28
Обновился	49,55	47,16	51,72	51,61
Всего АО	65	15	20	30

Таблица 3.6

Обновление топ-менеджеров в 2003–2005 гг., % ответивших

Изменения в составе топ-менеджеров	По всей выборке	Группы АО с концентрацией собственности		
		низкой	средней	высокой
Сохранился	45,00	44,83	39,21	21,63
Обновился	55,00	55,17	60,79	78,37
Всего АО	65	15	20	30

Следует отметить, что, несмотря на частую смену топ-менеджеров — 68 случаев за 3 года, предшествовавших опросу (2003–2005), по инициативе акционеров произошло лишь 15 увольнений. Причем только один респондент отметил увольнение менеджера как следствие неэффективной работы компании за предыдущий период. *«Прошрое руководство было нелояльным, непорядочным по отношению к акционерам. Предприятие находилось на грани кризиса, и нужно было искусственно принимать меры. В результате многие из руководящих работников были заменены, в том числе и генеральный директор».* Еще один респондент отметил в качестве причины смены менеджера банкротство предприятия. Наиболее активно смена менеджеров происходила в интегрированных структурах при перемещении руководителей между единицами холдингов (рис. 3.3).



Рис. 3.3. Причины смены топ-менеджеров предприятий выборки в 2003–2005 гг., %

Возможности для контроля над менеджерами со стороны инвесторов в акционерных обществах с разной концентрацией капитала неодинаковы. Смена высшего менеджмента предприятия происходит только в случае концентрации собственности в одних руках, т. е. при наличии контрольного пакета (50 % + 1 акция) без присутствия параллельно блокирующего пакета (от 25 до 50 % акций). В акционерных обществах, где капитал распылен между несколькими (многими) акционерами, взаимодействие совета директоров и высшего менеджмента предприятия строится на иных принципах. Высший менеджмент в таких случаях обычно находит механизмы нейтрализации угрозы смещения.

На большинстве предприятий выборки растет уровень профессионализма менеджеров, измеряемый формальным признаком — уровнем образования. У большинства топ-менеджеров высшее профессиональное образование, из них 12 имеют ученую степень и 3 — степень МВА. Характерно, что наличие квалифицированных команд сопровождает внешний негосударственный контроль на предприятиях.

При составлении стимулирующих контрактов для топ-менеджеров, связывающих интересы акционеров и менеджеров компании, наиболее распространенной продолжает оставаться комбинированная схема оплаты труда, сочетающая фиксированные выплаты и процентное вознаграждение в зависимости от финансовых результатов компании, при этом в качестве основного финансового результата рассматривается прибыль (табл. 3.7).

Таблица 3.7

Оплата труда топ-менеджеров компаний выборки

Форма оплаты	Количество ответивших, %
Фиксированная	75
Процентные выплаты в зависимости от финансовых результатов	31
Процентные выплаты в зависимости от прибыли компании	24
Другая форма	9
Процентные выплаты в зависимости от рыночной стоимости компании	5
Опцион на покупку акций компании	3
По договоренности	2

В то же время индикаторы результативности могут варьировать в зависимости от стратегических целей, которые ставят перед менеджером крупный собственник, головное предприятие или сам менеджер в случае доминирования. Новой тенденцией является то, что в пяти компаниях из опрошенных для составления стимулирующего контракта акционеры использовали показатель рыночной стоимости компании: это крупные компании региона с концентрированной внешней частной собственностью. Слабое распространение такой практики сегодня можно связать с низкими инвестиционными стимулами контролирующих собственников, слабым спросом на повышение качества управления бизнесом. Опционы на покупку акций используются также крайне редко, обычно это компании, активно представленные на фондовом рынке. Примене-

ние показателей эффективности использования капитала в компенсационных схемах характерны для предприятий с внешним негосударственным контролем.

Несмотря на развитие во времени качественных характеристик работы советов региональных компаний, следует отметить низкий уровень развития этого механизма корпоративного управления из-за инсайдерской модели совета. Модель с преобладанием менеджеров компаний, доминирующая на предприятиях выборки, не повторяет в большинстве случаев модель концентрированной внешней собственности. В то же время увеличение доли представителей аутсайдеров в составе советов привело к улучшению структурных и процедурных характеристик совета, таких, как:

- сокращение частоты заседаний,
- сокращение чрезмерно большого количества директоров,
- увеличение числа независимых директоров,
- сокращение стабильности состава советов,
- увеличение числа комитетов в составе советов.

Главной детерминантой развития совета является тип корпоративного контроля, сложившийся на предприятии. Именно от него зависит состав совета, а тот, в свою очередь, будет определять, как совет выполняет свои функции. Присутствие крупного частного внешнего инвестора стимулирует привлечение в совет внешних директоров. Крупный внешний собственник мотивирован на использование совета как инструмента мониторинга действий менеджмента. При организации взаимоотношений с менеджментом крупный внешний частный собственник использует все больший арсенал инструментов корпоративного управления, направленный на формализацию и большую информационную прозрачность, как минимум для себя, процедур оценки деятельности менеджмента. В связи с этим можно говорить о выходе процессов корпоративного управления в компаниях, контролируемых доминирующим внешним частным собственником, на стадию прописывания бизнес-процессов в этой сфере и создания рутин. Угроза увольнения менеджмента компаний как механизм мониторинга реализуется в условиях единоличного внешнего концентрированного контроля, который приближает модель фирменной организации корпорации к модели «частной фирмы».

В интегрированных компаниях советы используются не только для мониторинга, но и в качестве дополнительного органа управления, координирующего деятельность крупной структуры. В целом интеграция способствует развитию совета как механизма корпоративного управления.

Роль государственных представителей в советах варьируется в зависимости от модели контроля и структуры собственности. В модели контроля «кооператива менеджеров» наличие государства закрепляет позицию инсайдеров; в модели концентрированной внешней собственности государство выполняет роль собственника и стейкхолдеров; в частных компаниях без госучастия чиновники способствуют взаимовыгодному партнерству бизнеса и власти.

Преобладание менеджеров в составах советов компаний наводит на мысль о том, что инвесторы в условиях несовершенной защиты прав собственности в России все еще невысоко оценивают эффективность работы совета как механизма защиты их интересов. Самым надежным механизмом контроля остается концентрированная собственность, позволяющая доминировать при голосовании на общем собрании акционеров. В то же время тенденция к улучшению качества совета стала устойчивой тенденцией в российской корпоративной практике.

3.3. ДИВИДЕНДНАЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА: ПРОБЛЕМА ЗАЩИТЫ ИНТЕРЕСОВ ИНВЕСТОРОВ

Для реализации успешной инвестиционной политики в компании необходимо обеспечить выполнение основных требований инвесторов в отношении доходности и риска вложения капиталов. Доходность отражает размер дивидендов и изменение рыночной стоимости компании, а уровень риска оценивается, исходя из объема раскрываемой информации о деятельности компании.

Логично предположить, что дивидендная политика напрямую связана с фактом привлечения капиталов в компанию. Кроме того, дивидендная политика является одним из наиболее характерных признаков соблюдения прав миноритарных акционеров. Российские компании, как правило, неохотно выплачивают дивиденды.

Это становится часто причиной корпоративных конфликтов³. У этого факта есть институциональные рамки. Согласно положению действующего законодательства решение о выплате дивидендов является правом, но не обязательством акционерного общества (п. 1 ст. 42 Закона РФ «Об акционерных обществах»). Кроме того, в отечественном законодательстве и судебной практике отсутствуют критерии отнесения действий контролирующих акционеров, направленные против выплаты дивидендов, к категориям злоупотребления правом. В то же время практика последних лет показывает, что компании все больше внимания уделяют выплате дивидендов в денежной форме (Опыт и перспективы корпоративного управления..., 2007).

Для сравнения результатов, полученных нами по дивидендной политике, приведем итоги обследования 822 АО, проведенного ГУ–ВШЭ в 2005 г. (Интеграционные процессы..., 2006). За период с 2001 по 2003 г. выплата дивидендов хотя бы один раз производилась в 37 % компаний выборки, а четверть выплачивали их регулярно — все три раза. Регулярность выплаты дивидендов связана: 1) с активностью компаний на фондовом рынке, 2) совмещением владения и управления на предприятиях, где директор одновременно являлся акционером; наличие наемных менеджеров при внешней собственности препятствовало выплате дивидендов. Предприятия с регулярной выплатой дивидендов характеризовались также высокой долей мелких акционеров.

Выплаты дивидендов на предприятиях нашей выборки происходили более регулярно, чем выявлено в приведенном ГУ–ВШЭ обследовании. В 2005 г. все ответившие на вопрос о выплате дивидендов по обыкновенным акциям дивиденды выплатили. Доля предприятий, регулярно выплачивавших дивиденды за период с 1992 по 2004 г., высока — 27,55 %. Под регулярностью респонденты понимали непрерывную выплату. Подробная информация о начале выплаты дивидендов по обыкновенным акциям на предприятиях выборки представлена в табл. 12 прил. 2. Исходя из количественных оценок и материалов интервью, мы можем назвать несколько при-

³ Например, конфликт по поводу распределения прибыли Сургутнефтегаза в 2001 г. (см.: Бушуев, 2001).

чин такой относительно высокой частоты выплаты дивидендов для уральских компаний.

Большинство компаний, принявших участие в исследовании, акционировалось в 1992–1993 гг. Начало выплаты дивидендов пришлось в основном на 1992–1994 гг. Несколько раньше остальных стали выплачивать дивиденды небольшие предприятия в сфере строительства, связи и других услуг, позже — предприятия промышленности (рис. 3.4, 3.5). Это наблюдение имеет важные последствия для анализа факторов, формирующих модель корпоративного управления и интересы инвесторов, принимающих решения в компаниях.

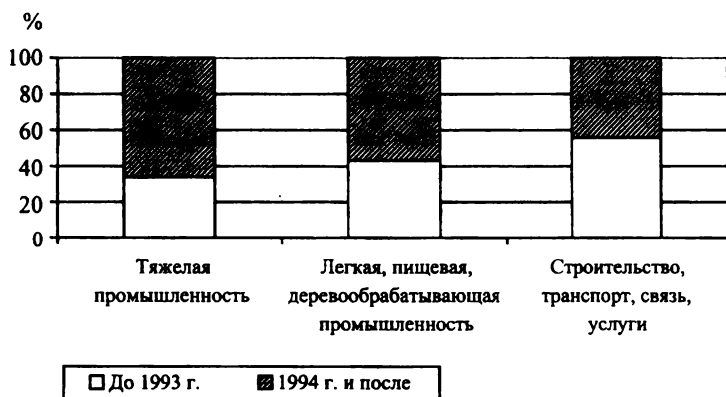


Рис. 3.4. Выплата дивидендов на предприятиях различных отраслей, % от общего числа предприятий группы

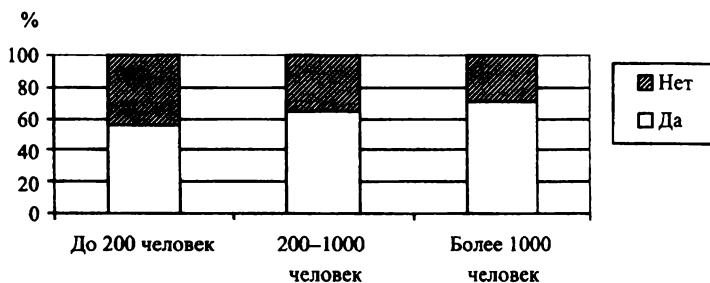


Рис. 3.5. Выплаты дивидендов на предприятиях различного размера, % от общего числа предприятий группы

В большинстве случаев первая группа компаний — это образованные инициативным способом «новые» акционерные компании, не имевшие опыта работы в советских условиях. Вторая группа, напротив, приватизированные бывшие государственные крупные и средние предприятия. Именно первая группа продемонстрировала изначально присутствующий интерес собственников к получению дохода на вложенный капитал в виде выплат дивидендов. Кроме того, для образования первой группы предприятий собственники вкладывали собственные средства, в отличие от ваучерной приватизации во второй группе, при которой ни предприятия, ни собственники не оперировали реальными деньгами.

На некоторых предприятиях второй всплеск начала выплат пришелся на 2000 г., что связано с оживлением в промышленности и одновременным приходом новых собственников.

В нашей выборке существуют предприятия, на которых до 2004 г. выплата дивидендов не осуществлялась; как правило, это небольшие предприятия с высококонцентрированной внешней собственностью, для которых характерны изъятия свободных денежных потоков вне процесса распределения прибыли. Широкие возможности по выводу активов позволяют снизить налогооблагаемую прибыль компаний и сократить налоговое бремя для собственников.

Данные нашего исследования позволили выявить специфическую черту корпоративного контроля на уральских предприятиях: структура собственности на предприятиях выступает фактором, влияющим на дивидендную политику. Прежде всего, наиболее существенным фактором выступает государственный контроль: дивиденды выплачиваются почти на всех предприятиях, где в число собственников входит и государство, и абсолютно на всех, где у государства — контрольный пакет акций. На тех предприятиях, где контрольный пакет остается в руках трудового коллектива, дивиденды выплачиваются почти всегда. Для трудового коллектива интерес чаще всего представляют именно дивиденды и социальные аспекты. По словам респондентов, собрания акционеров в этом случае часто проходят как собрания трудового коллектива: *«бывшие работники, работники нынешние... больше заинтересованы в получении дивидендов и решении каких-то наиболее частных вопро-*

сов, например, личных вопросов... вопросов, касающихся коммунальных услуг, участков, садов, благоустройства и т. д.». Напротив, невыплаты дивидендов более свойственны предприятиям, где контрольный пакет акций сосредоточен в руках сторонних физических лиц или нефинансовых предприятий.

Дивидендная политика негативно связана с фактом консолидации собственности. На предприятиях с высокой концентрацией собственности дивиденды выплачивали с 1993 г., равно как и в группах предприятий со средней и низкой концентрацией собственности. Однако после 1996 г. контролирующие собственники в наименьшей мере выполняли обязательства по защите прав миноритариев. Тем не менее выплата дивидендов — относительно частое явление для Урала: за период с 1993 по 2005 г., по которому собран массив данных о выплатах дивидендов, только 1999 г. стал годом сокращения выплаты.

Говоря о влиянии концентрации собственности на регулярность выплаты дивидендов респонденты отмечали, что именно дивидендная политика становится наиболее частой причиной разногласий между доминирующими и миноритарными собственниками. На первом месте в приоритетах наемных менеджеров и крупных собственников стоят инвестиции и развитие производства, и эти цели часто реализуются в ущерб дивидендной политике (рис. 3.6).

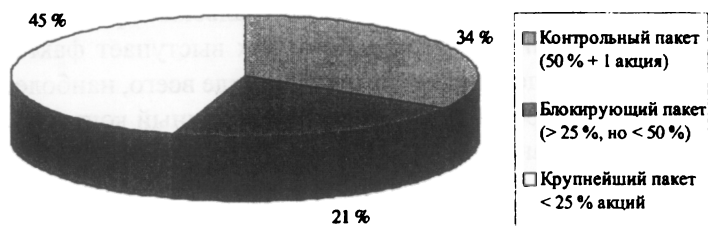


Рис. 3.6. Выплата дивидендов на предприятиях с разной концентрацией собственности в 2003–2005 гг., %

Невыплаты дивидендов более свойственны предприятиям, где контрольный пакет акций сосредоточен в руках сторонних физических лиц или предприятий — коммерческих партнеров. В по-

следнем случае можно предположить реализацию типичной российской схемы трансфертного ценообразования, за счет которого и получаются доходы от собственности, а выплата дивидендов становится необязательной процедурой.

Мотивом для невыплаты дивидендов, по мнению респондентов, явилась необходимость крупных инвестиционных затрат; в то же время на предприятиях, готовивших выпуски ценных бумаг, выплаты дивидендов рассматривались как сигнал для инвесторов, обеспечивающий успешное размещение ценных бумаг.

Другим значимым фактором регулярности выплаты дивидендов можно считать рыночное и финансовое положение предприятий: среди тех из них, на которых дивиденды выплачивались, большинство уверенно заявляли о том, что являются лидерами отрасли в региональном, российском или мировом масштабе, а наиболее распространенное оправдание невыплаты дивидендов — недостаток средств у предприятия. Наиболее последовательно дивидендную политику предприятия проводили в период роста экономики страны и региона — с 2000 г.

Структура источников финансирования инвестиций значительно влияет на дивидендную политику. Так, среди предприятий, не выплачивающих дивиденды, 63 % наиболее приемлемым для себя считали банковские кредиты (среди выплачивающих эта цифра на 10 % меньше). Напротив, вторая группа предприятий более склонна прибегать к выпуску акций и облигаций (по 12,8 %, что почти в 4 раза чаще, чем не выплачивающие дивиденды).

Поскольку инвестиции за счет собственных средств занимают большую долю в структуре финансовых источников инвестиций, проблему нехватки средств компании часто решали за счет отказа от выплаты дивидендов. Причем эта практика распространена даже среди тех предприятий, которые обычно дивиденды выплачивали. Несмотря на то, что в целом выплата дивидендов не казалась большинству обязательной и ею легко пренебрегали, абсолютно все предприятия, выплатившие дивиденды в 2005 г., делали это в денежной форме, что соответствует интересам миноритарных акционеров. Сумма выплат составила от 1 до 100 руб. на одну акцию, однако максимальная цифра скорее исключение. Большинство выплат — в районе 1–30 руб. Основными причинами невыплат или

небольших выплат дивидендов респонденты называли недостаток оборотных средств и инвестиции в производство.

Если в 2002 г. дивиденды в основном выплачивались на мелких и средних предприятиях, находящихся в руках трудового коллектива или с участием государства в собственности, то к 2006 г. ситуация изменилась к лучшему, хотя и незначительно. Дивиденды выплачивали практически все предприятия, особо выделяется группа крупных предприятий с активной эмиссионной деятельностью, а это крупный бизнес с высококонцентрированной внешней собственностью.

Портрет компаний, регулярно выплачивавших дивиденды, таков. Это крупное предприятие с высокой долей государства или инсайдеров, проводящее политику привлечения капиталов на фондовом рынке. Частота выплат дивидендов компаниями Урала во многом связывается нами с присутствием государства в собственности компаний. При распространении внешней концентрированной собственности этот фактор может служить противовесом интересам крупных сторонних инвесторов, не склонных к соблюдению прав миноритариев.

Структура источников финансирования инвестиционной деятельности играет решающую роль при определении дивидендной политики, но сам факт инвестиционной активности не влечет обязательных выплат дивидендов. Компании, ориентирующиеся на банковские кредиты и собственные средства, не мотивированы на выплату дивидендов.

Таким образом, среди факторов, определяющих дивидендную политику компании, выделяются: 1) концентрация собственности и тип корпоративного контроля; 2) структура источников финансирования инвестиций. В целом же, хотя дивидендной политике и уделяют все большее внимание на региональных предприятиях, она по-прежнему не входит в ряд приоритетных направлений в вопросах корпоративного управления.

Важным фактором, определяющим характер инвестиционной политики, является раскрытие информации для инвесторов. Это создает у них позитивные ожидания в отношении принятия финансовых решений и повышает уверенность в защите их прав, поэтому агентская теория предполагает, что компании с большей от-

крытостью при прочих равных условиях могут рассчитывать на более высокую оценку их инвестиционной привлекательности.

Для понимания роли информационной прозрачности в формировании модели корпоративного управления в компаниях важно разделить прозрачность на две категории:

— внутреннюю, ориентированную на интересы контролирующих инвесторов и способствующую лучшему пониманию бизнеса. Основная цель такой прозрачности — повышение эффективности бизнеса;

— внешнюю, ориентированную на привлечение сторонних инвесторов в компанию, призванную снизить финансовые риски и обеспечить защиту прав акционеров.

Концентрированная собственность, преобладающая на российских предприятиях, не способствует внешней прозрачности. С другой стороны, крупные частные аутсайдеры, заинтересованные в росте отдачи на вложенный капитал, должны демонстрировать спрос на внутреннюю прозрачность как фактор повышения управляемости бизнеса.

Эмиссионная деятельность в компаниях выборки должна быть связана с низкой транспарентностью компаний, а концентрированный внешний контроль должен способствовать росту спроса на достоверную внутреннюю информацию.

Инсайдерская структура собственности и слабая защита прав инвесторов вызвали низкую информационную прозрачность российских компаний. Так, недавнее исследование (Standard & Poor's, 2007) оценило транспарентность российского бизнеса на уровне 50 %. Причем уровень этот значимо не изменился за 2007 г. Ситуация с информационной прозрачностью компаний в целом по России хотя и претерпевает изменения к лучшему, но не столь существенные — по причине рисков, связанных с раскрытием информации широкой публике (угроза со стороны конкурентов и налоговых структур (см.: Опыт и перспективы корпоративного управления..., 2007)).

Перечень публично раскрываемой информации компаниями, попавшими в нашу выборку, представлен в табл. 13 прил. 2. Всего на вопрос о раскрываемой информации ответили 65 ОАО. Перечень публикуемой информации расширяется в основном за счет крупнейших компаний выборки, акции которых торгуются на фон-

довом рынке. Разнообразие форм предоставления информации — корпоративные сайты, СМИ, акционерные вестники — также увеличивается за счет этой группы компаний. Можно утверждать, что первоочередную роль во внешней прозрачности бизнеса играет эмиссионная деятельность компании.

Компании, использующие фондовый рынок для финансирования инвестиционных программ, демонстрируют более полное в сравнении с требованиями Закона РФ «Об акционерных обществах» и Положения ФСФР об эмиссионной деятельности раскрытие информации. Большинство компаний приоритетным направлением привлечения финансовых средств считают кредиты коммерческих банков, хотя для более открытых компаний этот источник менее значим. Раскрытие информации является необходимым условием ведения инвестиционной деятельности для компаний, в меньшей степени рассчитывающих на государственную поддержку инвестиций. В дополнение к этому членство в бизнес-группе становится фактором информационной открытости компаний (рис. 3.7).

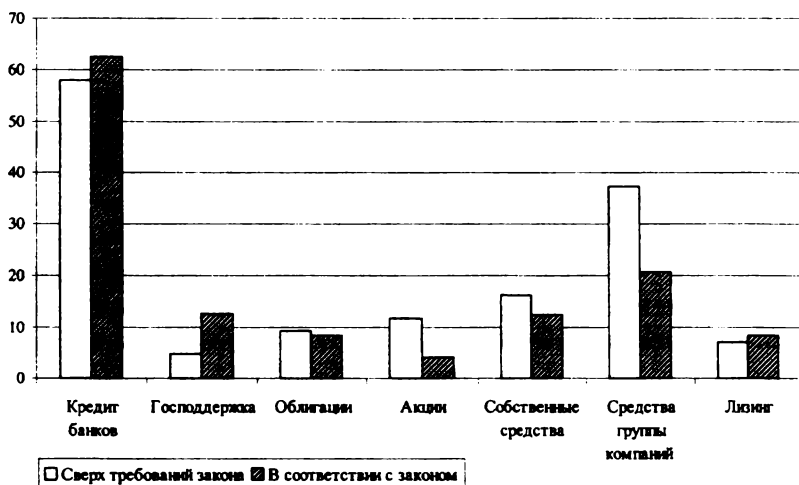


Рис. 3.7. Раскрытие информации компаниями, использующими различные источники финансирования инвестиций, % ответивших

Незначительное, но в разы превышающее уровень 2002 г. число компаний (12 ОАО в 2006 г. против 3 в 2002 г.) ведут отчетность по МСФО и GAAP, 30 % опрошенных предприятий планируют ввести отчетность по МСФО. Этот инструмент управления, ориентированный на финансовую, а не на бухгалтерскую модель анализа бизнеса, выступает прежде всего как инструмент внутренней прозрачности компаний, позволяя внедрять систему управления рыночной стоимостью. Внедрение стандартов МСФО используется компаниями, расширяющими инвестиционную активность, при этом источники финансирования инвестиций особого значения не имеют (табл. 3.8).

Таблица 3.8

Ведение финансовой отчетности предприятиями выборки по международным стандартам, % от числа предприятий выборки

Соответствие финансовой отчетности международным стандартам	Доля от общего числа предприятий выборки, %	
	2002	2006
Да	3	12, 2
Нет, но планируется в ближайшее время	97	30,6
Нет и не планируется	0	57,2

Характерная закрытость региональных компаний, испытывающих на себе конкурентное давление федеральных и иностранных компаний, имеет тенденцию к сокращению, хотя и не по всем анализируемым компаниям. В первую очередь это касается крупных и крупнейших акционерных обществ региона, а также головных компаний холдинговых структур. Безусловно, к этому крупные компании подталкивает необходимость расширения инвестиционной деятельности посредством фондового рынка для выхода на международные рынки.

В то же время риски, связанные с прозрачностью бизнеса, ставятся до сих пор руководителями компаний на второе по значимости место в ряду препятствий на пути применения стандартов кор-

поративного управления (табл. 14 прил. 2). На первом месте — недостаточная компетентность в вопросах корпоративного управления, что является управляемым фактором и может быть преодолено посредством обучения сотрудников, топ-менеджеров и собственников компаний. В этом же ряду выделяются и барьеры: «отсутствие квалифицированных специалистов» и «непонимание собственниками возможностей применения механизмов корпоративного управления». Компании сами называют в качестве приоритетных такие способы улучшения качества корпоративного управления, как обучение сотрудников, институционализацию практики корпоративного управления, а также расширение применения внутренних механизмов корпоративного управления. Внешними барьерами остаются макробарьеры, связанные с несовершенством российского законодательства и низкой окупаемостью затрат на корпоративное управление.

Компании с низкой по российским меркам концентрацией собственности в большей степени склонны применять инструмент независимых директоров для защиты интересов миноритарных акционеров, в то время как компании с крупными собственниками заинтересованы в создании комитетов и должности корпоративного секретаря для повышения компетентности решений совета и урегулирования споров. Эти изменения направлены на рост отдачи от работы совета. В целом все компании планируют оформление корпоративной практики в виде принятия внутренних документов, управленческие процессы в этой области формализуются (табл. 3.9).

Стремление российских акционерных обществ использовать в первую очередь внутренние механизмы корпоративного управления может расцениваться, с одной стороны, как причина, а с другой — как следствие информационной закрытости компаний. При этом высокая доля государства, наблюдающаяся в компаниях, скорее поддерживает закрытость, нежели разрушает ее. Государство рассматривается компаниями как фактор защиты от конкуренции на отраслевых и финансовых рынках, а также от неэффективных захватов, что особенно важно в условиях среднего бизнеса с его ограниченными бюджетными и переговорными возможностями.

Таблица 3.9

**Совершенствование системы корпоративного управления на предприятиях
с разной концентрацией собственности в 2006 г., % ответивших**

Предполагаемые меры	В целом по выборке	Контрольный пакет (50 % + 1 акция)	Блокирующий пакет (>25 %, но <50 %)	Крупнейший пакет (< 25 % акций)
Введение независимых директоров в совет директоров	7,22	5,77	2,86	11,11
Учреждение должности корпоративного секретаря	6,67	9,62	5,71	7,41
Создание комитетов в совете директоров	10,00	7,69	17,14	3,70
Принятие внутреннего кодекса корпоративного управления	12,22	9,62	5,71	14,81
Разработка и утверждение внутренних документов в соответствии с Кодексом ФКПБ	12,22	13,46	14,29	11,11
Проведение комплексного анализа системы корпоративного управления	9,44	9,62	11,43	7,41
Внедрение практики управления стоимостью компании	7,78	7,69	5,71	11,11
Обучение сотрудников по вопросам корпоративного управления	20,00	23,08	28,57	14,81
Изменения не планируются	12,78	13,46	2,86	18,52
Другое	1,67	0,00	5,71	0,00

3.4. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ПРИ РАЗДЕЛЕНИИ ВЛАДЕНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ В ИНТЕГРИРОВАННЫХ КОМПАНИЯХ

При высокой концентрации собственности в региональных компаниях доминирующие собственники преобладают в интегрированных компаниях. Сама форма организации холдингов подразумевает отделение собственности от управления, и мы вправе ожидать развития спроса со стороны доминирующих собственников на легитимные институты корпоративного контроля акционеров над исполнительным менеджментом. Особое внимание должно быть сосредоточено на совете директоров — основном механизме корпоративного управления. Если в интегрированном бизнесе уровень концентрации собственности выше при отделении владения от управления, то совет становится органом контроля над наемным менеджментом, работающим в более оперативном порядке, нежели общее собрание акционеров. Включенность совета в состав органов управления акционерным обществом делает его дополнительным инструментом координации разрозненных действий членов группы.

Концентрированная внешняя собственность в бизнес-группах должна создать дополнительные условия для преимущественного развития внутренних механизмов корпоративного управления, в наибольшей степени отвечающих интересам крупных инвесторов. Требования к эффективному функционированию совета директоров со стороны крупных внешних инвесторов должны реализовываться в относительно частой смене состава совета.

Исследование показало, что доля менеджеров в советах независимых компаний в 1,27 раза выше, чем в группах. Доминирование внешних собственников в группах и отделение собственности от управления стимулировало большее присутствие акционеров-аутсайдеров в составе советов. Представители крупных внешних инвесторов в 1,23 раза чаще участвуют в советах интегрированных компаний, чем независимых. При этом основная доля внешних собственников выше в рядовых предприятиях группы, где сложилась модель внешнего корпоративного контроля (табл. 3.10).

Доля менеджеров в собственности ниже, чем их членство в совете. Занижена, по сравнению с участием в собственности, доля

Таблица 3.10

**Структура совета директоров в независимых компаниях
и бизнес-группах, % ответивших**

Тип представителя	Независимые компании	Члены группы компаний	
		Управляющие	Рядовые
Высший руководитель предприятия	36,63	26,67	32,76
Заместители высшего руководителя предприятия	27,72	17,78	24,14
Представители российских физических лиц и нефинансовых юридических лиц	19,80	17,78	31,03
Представители государства	10,89	20,00	5,17
Представители иностранных инвесторов	1,98	6,66	0,00
Представители банков и институциональных инвесторов	2,97	11,11	6,90

представителей институциональных инвесторов во всех компаниях: в 3,5 раза в независимых, в 4 раза — в управляющих и более чем в 7 раз — в рядовых предприятиях групп. Концентрация собственности в группе не позволяет портфельным инвесторам в полной мере представить свои интересы в контрольном органе.

Следующая диспропорция наблюдается по участию государства в собственности и в совете директоров. Соотношение долей государства в собственности и в управлении компаниями выборки представляет государство в двух ролях: акционера — в случае участия в собственности и регулятора — в случае участия в работе совета директоров без владения акциями компании. В управляющих компаниях государственные представители встречаются в советах в 2 раза чаще, чем в независимых компаниях, в то время как по показателю участия государства в собственности превышение составляет 1,4 раза. Такая ситуация складывается за счет нескольких факторов. Во-первых, в советах крупных холдингов государственные

представители зачастую присутствуют как независимые директора. Это позволяет использовать связи чиновников для решения стратегических вопросов компании на уровне региона и федерации. Во-вторых, государство в большей степени заинтересовано в контроле над крупным бизнесом посредством как имущественных, так и немущественных механизмов.

В целом в интегрированных компаниях более развита практика использования совета директоров как механизма корпоративного управления. В советах директоров групп наиболее распространены (причем распространены не только в практике российских компаний) комитет по стратегическому планированию и аудиту, а также более специфические — комитет по корпоративному управлению и комитет по вознаграждениям и кадрам. Должность корпоративного секретаря встречается в холдингах чаще чем в 8 раз по сравнению с независимыми компаниями. Подобное распространение может свидетельствовать как о более высоком уровне компетенции принимаемых советом решений, так и об использовании внутренних институтов урегулирования корпоративных конфликтов помимо судебной практики (табл. 3.11).

Как показывают эмпирические исследования работы российских советов директоров, частота заседаний совета не связана с эффективностью его работы. Наша выборка не показала значимых отличий между компаниями двух типов по этому признаку, хотя в холдингах советы собираются более регулярно.

Применение инструментов корпоративного управления, необходимых для разделения собственности и управления, предполагает более активное использование рынка корпоративного контроля и рынка труда топ-менеджеров. Действие модели внешнего контроля в холдингах проявляется в более частой смене состава совета директоров и высших руководителей компаний. Более устойчивым состав совета был в управляющих компаниях. Возможно, одной из причин устойчивости является наличие представителей государства в советах управляющих компаний.

Для создания мотивов к соблюдению интересов инвесторов у топ-менеджеров интегрированных компаний используются более разнообразные стимулирующие контракты. Активнее используется связь выплат с финансовыми показателями, отражающими ин-

Таблица 3.11

**Корпоративное управление и контроль в независимых компаниях
и бизнес-группах, % ответивших**

Индикаторы использования инструментов корпоративного управления	Независимые компании	Группы компаний
Наличие комитетов в совете директоров:		
комитет по аудиту	28	30
комитет по корпоративному управлению	11	15
комитет по кадрам и вознаграждениям	16	19
комитет по стратегическому управлению и финансам	24	36
другие комитеты	16	0
Наличие корпоративного секретаря	5	41
Наличие независимых директоров	32	33
Количество заседаний совета:		
1 раз в год	5	5
2 раза в год	20	10
3 раза в год	45	55
4 раза в год	20	25
5 раз в год	10	5
Смена высшего руководителя:		
не менялся вообще	10	5
1 раз за 10 лет	75	80
2 раза за 10 лет	15	10
4 раза за 10 лет	0	5
Смена состава совета	50	55
Форма оплаты труда топ-менеджера:		
процентные выплаты в зависимости от финансовых результатов	31	71
фиксированная оплата	76	76
опцион на покупку акций компании	0	5
процентные выплаты от рыночной стоимости компании	5	5
процентные выплаты от экономической прибыли компании	0	14
другая форма	33	0
определено договором	2	0

тересы собственников компаний, такими как экономическая прибыль и рыночная стоимость. В целом в использовании этих показателей в оплате труда менеджеров можно усмотреть более развитую систему финансового, стратегического и общего менеджмента на предприятиях и потребность в повышении качества управления.

Регулярность выплат дивидендов в автономных компаниях несколько выше, чем у входящих в группу, в связи с большей долей мелких инвесторов и государства. Выплата дивидендов при участии государства в собственности определяется корпоративным законодательством РФ, устанавливающим приоритеты в получении дохода от использования государственного имущества в виде дивидендов. Внутри групп у головных предприятий регулярность выплат выше, чем у рядовых компаний. Это может быть связано с несколькими причинами: большой долей государственного участия, наличием больших финансовых возможностей, инвестиционной и эмиссионной активностью, а также оппортунизмом крупного собственника при модели единоличного концентрированного контроля в рядовых компаниях холдингов (табл. 3.12).

Таблица 3.12

**Дивидендная политика в независимых компаниях
и бизнес-группах в 2001–2005 гг., % ответивших**

Выплата дивидендов	Независимые компании	Члены группы компаний		Всего в группах
		Управляющие	Рядовые	
Регулярная	25,5	29,4	25,0	26,6
Нерегулярная	74,5	70,6	75,0	73,4

Использование различных источников финансирования инвестиционной деятельности в независимых компаниях и группах показывает в целом большую инвестиционную активность холдингов. Структура капитала управляющих и рядовых компаний в большей степени смещена в пользу заемного капитала, что повышает показатели рентабельности использования собственных средств и оправдано с точки зрения теории Модильяни — Миллера и модели

Росса (Modigliani, Miller, 1958; Ross, 1977). Самую высокую эмиссионную активность демонстрируют рядовые члены холдингов на фоне относительно более низких выплат дивидендов. Это приводит нас к заключению, что дивидендная политика в меньшей мере связана с инвестиционной политикой, чем с факторами корпоративного управления, такими как присутствие государства в собственности и оппортунизм мажоритариев (табл. 3.13).

Таблица 3.13

**Структура источников финансирования инвестиций
в независимых компаниях и бизнес-группах*, % ответивших**

Источник	Независимые компании	Члены группы компаний		Всего в группах
		Управляющие	Рядовые	
Банковские займы	52,6	81,2	73,9	76,4
Выпуск облигаций	4,1	14,2	15,3	15,0
Выпуск акций	10,0	0	15,3	10,2
Собственные средства	14,2	11,1	10,3	10,6

* Наличие тех или иных источников финансирования инвестиций в компаниях выборки оценивалось по фактам их использования, отмеченным респондентами в практике инвестиционной деятельности.

В целом респонденты холдингов отмечали большую потребность в инвестициях, чем автономные компании. Сохраняется ориентация рядовых компаний холдингов на эмиссию ценных бумаг. Большую закрытость по отношению к внешним инвесторам демонстрируют управляющие компании. Потенциальные формы финансирования инвестиций в целом повторяют структуру фактических, но обращает на себя внимание факт больших возможностей холдингов воспользоваться средствами государственной поддержки благодаря особой роли государства как стейкхолдера в этих компаниях (табл. 3.14).

Интегрированные и независимые компании демонстрируют примерно однотипные планы по совершенствованию системы корпоративного управления, но с разной активностью. Спрос на внедрение инструментов корпоративного управления в автономных компаниях

Таблица 3.14

**Планы по привлечению финансовых средств
для инвестиционных программ предприятий*, % ответивших**

Источник финансирования инвестиций	Независимые компании	Члены группы компаний		Всего в группах
		Управляющие	Рядовые	
Банковские займы	61,7	83,3	65,5	66,6
Выпуск облигаций	2,13	11,11	3,4	5,88
Выпуск акций	10,6	11,11	20,7	15,68
Государственная помощь	44,7	66,6	51,7	52,94
Собственные средства	4,25	0	3,45	1,96

* Структура потенциальных источников финансирования инвестиций проводится на основе ответов респондентов о планах и предпочтениях менеджмента компаний.

в 1,23 раза ниже. Потребность в инвестициях и совершенствовании работы групп компаний для защиты своего конкурентного положения на товарных рынках приводит к спросу на управляемость компанией. В частности, у холдингов выше планы внедрения системы управления стоимостью, что отражает инвестиционный характер принимаемых стратегических решений, более развиты состав и структура советов директоров. По параметру независимых директоров интегрированные и автономные компании не отличаются друг от друга. Можно предположить, что эта характеристика корпоративного управления на сегодня слабо зависит от модели корпоративного контроля. Дивидендная политика не зависит значительно от членства в группе и не является приоритетным направлением развития практики корпоративного управления по всей выборке. В то же время большая инвестиционная активность холдингов несколько повышает регулярность выплаты дивидендов (табл. 3.15).

В целом следует отметить подтверждение наших ожиданий в отношении приоритетного развития внутренних механизмов в интегрированных компаниях при складывающейся модели внешнего корпоративного контроля. Это тесно связано с инвестиционной

Таблица 3.15

**Совершенствование системы корпоративного управления
в независимых компаниях и бизнес-группах, % ответивших**

Меры по совершенствованию	Независимые компании	Члены группы компаний	
		Управляющие	Рядовые
Введение независимых директоров	7,41	8,11	7,41
Учреждение должности корпоративного секретаря	7,41	5,41	5,56
Создание комитетов	8,64	13,51	11,11
Принятие внутреннего кодекса корпоративного управления	11,11	13,51	12,96
Разработка и утверждение внутренних документов в соответствии с Кодексом ФСФР	8,64	16,22	12,96
Проведение комплексного анализа системы корпоративного управления	7,41	13,51	9,26
Внедрение практики управления стоимостью компании	6,17	8,11	11,11
Обучение сотрудников по вопросам корпоративного управления	19,75	13,51	24,07
Изменения не планируются	22,22	5,41	3,70
Другое	1,23	2,70	1,85

деятельностью холдингов. Развитие корпоративного управления и инвестиционная деятельность в интегрированном бизнесе имеет как прямую, так и обратную причинно-следственную связь. Потребность в повышении конкурентоспособности подтолкнула компании к интеграции с развитием модели внешнего концентрированного контроля. Это позволило ускорить развитие внутренних механизмов корпоративного управления, которые, в свою очередь, повышают привлекательность компаний в глазах инвесторов.

Особую роль в практике корпоративного управления играют взаимоотношения с государством. Будучи крупным собственником,

государство гарантирует выплаты дивидендов, и это защищает права миноритариев. Кроме того, государство реализует свои интересы регулятора, участвуя в управлении компании без участия в собственности. Возможности альянса бизнеса и государства складываются на том уровне, который соответствует уровню конкуренции холдинга. Чем выше конкурентоспособность и масштаб конкуренции у компании, тем выше уровень государства, с которым осуществляются корпоративные отношения.

В целом следует отметить развитие практики применения внутренних механизмов корпоративного управления на региональных предприятиях. Причинами тому стали распространение модели внешнего корпоративного контроля и растущая потребность в инвестициях для повышения конкурентоспособности компаний региона. Внешняя среда ведения бизнеса развивается все больше по рыночным законам, что подстегивается процессами глобализации экономики. В подобных условиях компании все больше обращаются к стандартам корпоративного поведения. В то же время остающиеся высокими инвестиционные риски понижают отдачу от вложений в развитие корпоративного управления. По-прежнему основным механизмом мониторинга работы менеджмента является концентрированная собственность.

Авдашева С. Б. Российские холдинги: новые эмпирические свидетельства // *Вопр. экономики.* 2007. № 1. С. 98–111.

Авдашева С. Б., Долгопятова Т. Г., Пляйнес Х. Корпоративное управление в АО с государственным участием: российские проблемы в контексте мирового опыта: Препринт WP1/2007/01. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007.

Бушуев Ю. Инвесторам все мало // *Ведомости.* 2001. № 60 (383).

В интересах государства // *Журн. для акционеров.* 2004. № 11–12. С. 9–18.

Гуриев С. М. и др. Корпоративное управление в российской промышленности / С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский, С. В. Цухло. М.: МОНФ, Рос. эконом. шк., 2003. (Сер. Науч. докл.: независим. эконом. анализ; № 149).

Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // *Вопр. экономики.* 2001. № 5. С. 46–60.

Долгопятова Т. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Рос. журн. менеджмента. 2004. Т. 2, № 2. С. 3–26.

Долгопятова Т. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирическое свидетельство) // Вопр. экономики. 2007а. № 1. С. 84–97.

Долгопятова Т. Г. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: Когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления. Working Paper. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007б.

Долгопятова Т. Г., Уварова О. М. Эмпирический анализ организации корпоративного контроля в российских компаниях: Препринт WP1/2007/Сер. WP1. Институциональные проблемы российской экономики. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007.

Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2007 г.: Значительные изменения в десятке лидеров: Пер. с англ. / Standard & Poor's. Дата публикации: 22-11-2007 MSK [Электрон. ресурс]. Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/article.php>

Ильичук К. В. Эконометрический анализ связи между структурой совета директоров и эффективностью предприятий в российской экономике: Автореф. дис. ... канд. эконом. наук. М.: Эконом. фак. МГУ, 2007.

Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях. М.: МОНФ; АНО «Проекты для будущего: научные и образовательные технологии», 2006. (Сер.: Науч. докл.: независим. эконом. анализ; № 180).

Исследование информационной прозрачности российских банков: непростое движение вперед. Standard&Poor's, 2007 [Электрон. ресурс]. Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/article.php>

Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопр. экономики. 2005. № 2. С. 53–68.

Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль совета директоров / Отв. ред. И. В. Ивашковская. М.: Изд-во «Европа», 2008.

Кочетыгов Ю. Рейтинги корпоративного управления Standard & Poor's: в фокусе совета директоров // Независимый директор: Ежеквартал. обзор. 2006. Осень.

Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России // Вестн. СПбГУ. Сер. 8. 2002. Вып. 1(№ 8). С. 34–57.

Мотылев А. Представители государства // Журн. для акционеров. 2004. № 7–8. С. 9–12.

Национальный совет по корпоративному управлению: Национал. докл. по корпоратив. управлению. Вып. 1. М., 2008.

Об акционерных обществах: Федерал. закон [от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ].

Опыт и перспективы корпоративного управления в России // Журн. НСКУ. 2007. № 3.

Портрет совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. Standard & Poor's. Дата публикации: 19-03-2007 MSK [Электрон. ресурс]. Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=3236&sec=an>

Радыгин А. Д., Энтов Р. М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ // Науч. тр. ИЭПП. М.: ИЭПП, 2001. № 36.

Радыгин А. Д. Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп // Рос. журн. менеджмента. 2004. Т. 2, № 4. С. 35–58.

Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. М.: МОНФ; АНО «Проекты для будущего», 2003. (Сер. Науч. докл.: независимый эконом. анализ; № 148).

Розинский И. А. Механизмы получения доходов и корпоративное управление в российской экономике // Российские предприятия: корпоративное управление и рыночные сделки. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2002. С. 168–181.

Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007.

Структурные изменения в российской промышленности / Под ред. Е. Г. Ясина. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2004.

Структура и организация деятельности советов директоров российских ОАО. 2002. [Электрон. ресурс]. Режим доступа: http://www.ricd.ru/db.php?db_id=304&l=ru

Яковлев А. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов // Вопр. экономики. 2003. № 4. С. 37–50.

Яковлев А. А. Эволюция стратегий взаимодействия бизнеса и власти в российской экономике // Рос. журн. менеджмента. 2005. Т. 3, № 1. С. 27–52.

Яковлев А. А., Данилов Ю. А. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование // Там же. 2007. № 1. С. 3–34.

Яковлев А. А. Российская корпорация и региональные власти: эволюция модели взаимоотношений // *Вопр. экономики*. 2007. № 1. С. 124–139.

Ясин Е. В складчину с государством // *Российская газета* [Электрон. ресурс]. Режим доступа: http://www.rg.ru/2004/11/17/v_sklad4inu.html

Modigliani F., Miller M. Cost of capital, corporate finance, and the theory of investment // *Amer. Economic Rev.* 1958. Vol. 48. P. 261–297.

Ross S. A. The determination of financial structure. The incentive-signaling approach // *Bell J. of Economics*. 1977. № 8. P. 23–40.

ГЛАВА 4. ГОСУДАРСТВО И РАЗВИТИЕ ВНУТРЕННИХ МЕХАНИЗМОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

4.1. ГОСУДАРСТВО И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ: ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ

В отношениях с частными компаниями государство может выступать 1) как собственник и 2) как регулятор. Традиционно под государством в отечественных исследованиях понимается федеральный уровень государственной собственности. Поскольку наша монография представляет собой анализ развития корпоративного управления в уральских компаниях, мы акцентируем внимание на роли региональных властей, имеющих более тесный контакт с региональным бизнесом.

С точки зрения агентской теории государство не способно эффективно контролировать менеджмент из-за высокой асимметрии информации. Для компаний с высокой или 100 %-й долей государственного участия внешние механизмы мониторинга деятельности менеджмента (банкротство, рынок корпоративного контроля, рынок труда менеджеров, конкуренция на товарных рынках) практически не играют своей дисциплинирующей роли. В дополнение к этому политический и социальный факторы могут значимо отклонить целевую функцию фирмы от максимизации прибыли или рыночной стоимости компании (например, требования снижения тарифов на электроэнергию, газ).

Для частных компаний с незначительным пакетом государства указанные факторы действуют в меньшей степени. На первый план выдвигаются преимущества от присутствия государства — снижение стоимости привлечения инвестиционных средств, протекционизм на товарных и ресурсных рынках. Частные корпорации рассматривают присутствие государства в составе собственников и в органах управления АО как фактор повышения конкурентоспособности в условиях растущей глобализации экономики. В связи с этим

для корпораций вырастает роль поиска наиболее эффективных форм участия государства в корпоративном управлении компаниями с целью повышения их инвестиционной привлекательности и конкурентоспособности. Использование каких механизмов корпоративного управления станет приоритетным в различных условиях присутствия государства в частных компаниях, мы выясним ниже.

В связи с этим необходимо рассмотреть следующие актуальные для эмпирического исследования вопросы:

— определение доли государственного участия в собственности корпораций в постприватизационный период на фоне профиля концентрированной внешней собственности;

— анализ особенностей развития внутренних механизмов корпоративного управления в компаниях с государственной собственностью в сравнении с частным бизнесом с целью выявления перспектив взаимоотношений государства и бизнеса в корпоративной сфере.

Исследования взаимоотношений государства и бизнеса в России затрагивали два блока вопросов, касающихся внешней среды корпоративного управления: поиск и извлечение ренты государством и бизнесом (Slinko, Yakovlev, Zhuravskaya, 2005; Яковлев, 2000, 2005, 2007) и возможности реализации промышленной политики (Журавская, Макрушин, Слинько, 2002). Для нашего исследования важна скорее не внешняя среда, а внутренние факторы управления компаниями, связанные с проблемами агентских отношений на фирме¹. В связи с этим вопросы выполнения государством роли собственника и роли регулятора в равной мере относятся и к внутренней среде работы компании.

Основой взаимозависимости бизнеса и государства является рентоориентированное поведение обоих, не связанное с эффектив-

¹ Расширить понимание роли государства-регулятора в рамках корпоративных отношений позволяет анализ административных барьеров (Применение норм..., 2005; Структурные изменения..., 2004; Журавская, Макрушин, Слинько, 2002), являющихся формой реализации механизмов создания взаимозависимости государства и бизнеса. Тем не менее исследование административных барьеров относится к области анализа внешних условий ведения бизнеса и выходит за рамки нашей работы.

ностью бизнеса (государственная поддержка может оказываться как нерентабельным, так и прибыльным предприятиям) (Структурные изменения..., 2004), но зависящее от институциональной неопределенности (Frye, Shleifer, 1997; Johnson, Kaufman, Shleifer, 1997; Яковлев, 2000) и конкурентного давления на рынках. Процессы глобализации в российской экономике приводят к усилению конкуренции за привлечение капитала как со стороны отдельных фирм, так и со стороны территорий. В новых условиях возникают предпосылки для оказания государственной поддержки развивающемуся, растущему и более эффективному бизнесу.

Влияние региональных и муниципальных органов власти, отстаивающих собственные интересы (социальная стабильность, низкий уровень открытой безработицы, жизнеспособность жилищно-коммунальной и социальной инфраструктуры, рост налоговых поступлений) может рассматриваться (Долгопятова, 2001) как особый внешний механизм корпоративного контроля. Органы власти используют для его реализации формальные механизмы воздействия на развитие предприятия (участие в собственности, участие в совете директоров, региональное законодательство) и неформальные (прямые указания, договоренности).

Нашей задачей выступает анализ и выявление форм поведения государства как собственника при реализации модели внешнего контроля на региональных предприятиях. Как при этом трансформируется использование механизмов корпоративного управления? Насколько широкое распространение и при каких условиях получает использование государством механизмов корпоративного управления в условиях отсутствия государственного участия в собственности частных компаний?

4.2. МАСШТАБЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО УЧАСТИЯ В РОССИЙСКИХ КОРПОРАЦИЯХ

Темпы и формы приватизации крупных и средних предприятий российской промышленности определили сегодняшние границы государственного сектора экономики, а Госкомитет РФ по управлению государственным имуществом (ГКИ) и правительство определили

режим приватизации федеральной и региональной собственности посредством акционирования. При этом использовалось три способа сохранения государственных пакетов акций: закрепление акций в госсобственности на стратегически важных крупных и крупнейших предприятиях экономики; выпуск «золотой акции»; передача в управление Российскому фонду федерального имущества (РФФИ) пакетов, оставшихся непроданными в ходе приватизации. Часть федеральных пакетов в 1996 г. была передана региональным властям для укрепления связей с руководством регионов.

Планомерно сокращалось число федеральных государственных унитарных предприятий, а число АО, в которых государство участвует в собственности, возросло. В 2006 г. оно превысило уровень 2004 г. (табл. 4.1). Владея акциями крупных компаний, государство получило возможность участвовать в управлении большой долей российской экономики. На долю корпоративного сектора с государственным участием в 2004 г. приходилось около 30 % промышленного производства и 37 % активов банков (Применение норм корпоративного управления..., 2005).

Таблица 4.1

Размер федеральной собственности в РФ в 2004–2006 гг.*

Дата сбора данных	Количество федеральных государственных унитарных предприятий	Количество АО с участием Российской Федерации
1 июня 2004 г.	9222	3905
1 июня 2005 г.	8293	3783
1 июня 2006 г.	7178	3724
1 января 2007 г.	6533	3997

* *Источники:* Прогнозный план..., 2006; Прогнозный план..., 2007; Прогнозный план..., 2005а, б.

Количество предприятий в муниципальной собственности росло в таком же направлении: если на 1 января 2004 г. оно составляло 5,9 тыс., то на 1 января 2005 г. — 5,6 тыс., на 1 января 2006 г. — 5,3 тыс., а на 1 января 2007 г. — 5,9 тыс. предприятий (Российский статистический ежегодник, 2007).

По данным Российского фонда федерального имущества на 01.01.2007 г., основное присутствие федерального правительства сконцентрировано в промышленности, сельском хозяйстве, на транспорте и предприятиях связи (табл. 4.2). Среди промышленных предприятий наибольший вес федеральная собственность имеет в электроэнергетике, ТЭК, машиностроении, пищевой промышленности, металлургии и химической промышленности. Во многом государственное участие в собственности компаний различных отраслей определяется их важностью для экономики: в стратегически значимых отраслях доля участия государства выше, чем там, где общество получает большие выгоды от реализации частного интереса.

В то же время, как показало исследование АО с государственным участием, проведенное ГУ–ВШЭ (Авдашева, 2003), государство «разделило территории влияния», оставив за федеральными органами крупные и крупнейшие компании, а за региональными властями — средние региональные компании, значение и размер денежных потоков которых на уровне Федерации незначителен.

В подробном исследовании государственной собственности в российских корпорациях, проведенном Институтом экономики переходного периода (Радыгин, Мальгинов, 2001), дана оценка размеров контроля государства на предприятиях, где есть пакеты в федеральной собственности. Анализ смешанной собственности, основанный на данных Госкомстата РФ, показал, что из 2711 АО, где в ходе приватизации в 1994–1999 гг. происходило закрепление пакетов акций в государственной/муниципальной собственности, только 10 % приходится на те предприятия, где размер пакета (свыше 51 % акций) позволял государству рассчитывать на установление однозначно мажоритарного контроля, еще на чуть более 20 % предприятий размер пакета (39–51 %) мог играть для государства ту же роль при условии, что 25 % акций изначально являются привилегированными (неголосующими). С течением времени доля предприятий, где принадлежащий государству пакет был больше 38 % акций, в общей численности предприятий, где происходило закрепление в государственной собственности пакетов акций, постоянно росла. Если в 1994–1997 гг. она составляла менее 28 %, то в 1998–1999 — около 2/3. В то же время доля предприятий, где принадлежащий государству пакет был не более 25 % акций, в об-

Таблица 4.2

**Распределение государственного участия в собственности АО
по отраслям 2004–2006 гг.***

Отрасль экономики	Количество АО с участием государства			
	01.06.2004	01.06.2005	01.01.2006	01.01.2007
Непроизводственная сфера	1781	685	356	405
Промышленность	1253	2078	1772	1797
В том числе:				
машиностроение	209	187	663	632
легкая промышленность	15	9	27	29
пищевая промышленность	40	54	141	127
промышленность строи- тельных материалов	20	19	53	53
металлургия	32	28	101	94
химическая промышлен- ность	18	46	98	89
Сельское хозяйство	1237	229	363	534
Лесное хозяйство	65	45	99	88
Транспорт и связь	809	459	396	353
Строительство	978	287	380	404
Прочие отрасли	—	—	358	416
<i>Всего</i>	6457	4126	3724	3997

* Источники: Прогнозный план..., 2006; Прогнозный план..., 2007; Прогнозный план..., 2005а, б.

щей численности предприятий, где происходило закрепление в государственной собственности пакетов акций, сократилась с 44 % в 1994–1997 гг. до 16,5 %.

По данным Российского фонда федерального имущества, в период с 1999 по 2004 г. основной формой закрепления государственного контроля стал пакет размером до 25 % выпущенных акций. С 2005 г. резко возросла концентрация государственной собственности и 30,5 % всех АО с государственным участием получают

единоличный контроль государства в форме 100 %-го владения акциями. В 2006 г. этот показатель составил 42,58 % всех АО. Усиление позиции государства как собственника стало одной из основных тенденций реструктуризации промышленности за последние годы (табл. 4.3).

Таблица 4.3

**Государственная собственность в корпоративном секторе
(по оценкам РФФИ)**

Дата сбора данных	Всего предприятий с участием государства в капитале	Степень участия в уставном капитале				
		До 25 %	25–50 %	Более 50 %	100 %	«Золотая акция»
Май 1999 г.*	3929	854	1636	489	364	586
1 июня 2004 г.**	3905	1950	1183	499	273	—
1 июня 2005 г.**	3783	1544	1093	474	413	259
1 июня 2006 г.**	3724	1063	885	397	1136	243
1 января 2007 г.**	3997	932	814	368	1702	181

* Данные С. Моложавого (Моложавый, 1999). Цит. по: (Радыгин, Мальгинов, 2001).

** См.: Ежегодные прогнозные планы..., 2005–2007.

До 2000-х гг. государство закрепляет свой контроль над предприятиями разных отраслей двумя способами (Радыгин, Мальгинов, 2001): 1) с преобладанием государственного влияния посредством закрепления контрольного пакета акций (трубопроводный, воздушный, внутренний водный, морской, промышленный железнодорожный (не общего пользования, вне системы МПС), транспорт, связь, топливная промышленность, электроэнергетика, жилищно-коммунальное хозяйство, оптовая торговля, здравоохранение, физическая культура и социальное обеспечение); 2) с преобладанием государственного влияния посредством выпуска «золотой акции» (цветная металлургия, наука, культура и искусство). Промежуточное положение по отношению к этим группам занимает машиностроение, где имеют место обе формы государственного влияния. В АО с правом «золотой акции» государство находится в положении, отличном от

остальных акционеров, и может использовать нерыночные принципы управления, в то время как обладание пакетами обыкновенных акций институционализирует равноправные позиции государства с прочими инвесторами.

Более позднее исследование (Мальгинов, Радыгин, 2007) продемонстрировало существенные сдвиги в государственном участии в российском корпоративном секторе в 2000-е гг. С количественной точки зрения сокращения не произошло, но внутри госсектора наблюдаются важные сдвиги: резко сократилось применение «золотой акции» — инструмента специального контроля; путем акционирования унитарных предприятий увеличилось число АО со 100 %-м капиталом государства, в результате чего к середине 2006 г. государству стало принадлежать более половины капитала в 44 % всех обществ с его участием. Параллельно с этим сохранилось большое количество миноритарных неликвидных пакетов государства в частных компаниях, сокращающих возможности государства как акционера. Отдельным явлением в развитии корпоративного сектора стали крупнейшие компании общенационального значения с участием государства в капитале. Широкое развитие получила практика создания холдинговых структур с включением в уставный капитал госпакетов акций.

Независимые аналитические центры с 1994 г. проводили обследования промышленных предприятий для оценки развития корпоративного сектора российской экономики. Основной фокус внимания был сосредоточен на промышленности (табл. 4.4). Данные различных обследований (Earle, Estrin, Leschenko, 1996; Blasi, Kroumova, Kruse, 1997; Brown, Earle, 2001; Долгопятава, 2004; Капелюшников, 2001; Радыгин, 2004; Капелюшников, Демина, 2005) показали, что распределение акционерной собственности в российской промышленности смещалось в сторону увеличения доли нефинансовых внешних аутсайдеров за счет снижения долей инсайдеров и государства, которому, по различным оценкам, в 1994 г. принадлежало 9–17 % собственности российской промышленности, в 1996 г. — 9–10 %; в 2000 г. — 6–8 %, в 2003 — 4,5 %. Крупномасштабное исследование ГУ–ВШЭ совместно с Университетом Хитоцубаши (Токио) продемонстрировало рост доли федеральной собственности в 2005 г.: для 720 АО из 64 регионов РФ средняя

Таблица 4.4

**Доля государственного участия в собственности российских компаний
по данным различных эмпирических исследований**

Год проведения исследования	Средняя доля владения обыкновенными акциями, % от уставного капитала			
	РЭБ	ИЭПП	БЭА	ГУ-ВШЭ
1994	—*	17	12	—
1995	9,1	11	—	9,7
1996	—	10	—	—
1997	7,4	—	—	—
1998	—	—	—	8,2
1999	7,1	—	—	—
2000	—	—	6	8,9
2001	7,9	—	—	—
2002	—	—	—	6,6
2003	4,5	—	—	—
2005	—	—	—	4,7

* Обследование предприятий не проводилось.

доля федеральной собственности составила 4,7 % от уставного капитала, а региональных и местных органов власти — 1,9 % (Долгопятава, 2007). Несмотря на интенсивное перераспределение собственности, характеризующее весь постприватизационный период, доля государства осталась стабильной.

В эволюции государственной собственности в российских компаниях можно выделить три этапа: 1) сохранение большого числа предприятий в собственности государства (или пакетов акций) — 1992–1996 гг.; 2) снижение доли предприятий с государственным участием — 1996–2000 гг.; 3) усиление государственного контроля в корпоративном секторе — 2000–2007 гг., включая формы госкорпораций.

На момент начала массовой приватизации около 18 % приватизированных объектов находилось в федеральной собственности, а в 1997 г. — 13,6 %. В 2002 г. всего 3,3 % от числа объектов прива-

тизации находилось в федеральной собственности, 8,8 % — в собственности субъектов Федерации, так что более 87,9 % составили объекты муниципальной собственности. С 2003 г. начинается резкое падение темпов приватизации, изменяется и структура приватизированных предприятий по формам собственности. Так, в 2003 г. доля приватизированного федерального имущества составила 37,1 %, субъектов Федерации — 35 %, муниципалитетов — 27,9 %. На 1 января 2007 г. соотношение долей государства разных уровней в общем числе приватизированных предприятий составило: федеральный уровень — 22,1 %, субъектов Федерации — 57,2 %, муниципалитетов — 20,7 % (Российский статистический ежегодник, 2007).

К 2002 г. положительное сальдо федерального бюджета сняло с приватизации роль источника пополнения государственного бюджета. По мере того как экономическая ситуация в стране начала стабилизироваться, изменялась и государственная политика в отношении корпораций. Так, для 2000-х гг. характерны попытки укрупнения находящихся под контролем государства хозяйственных структур, консолидации государственных пакетов акций и унитарных предприятий через холдинги. Тенденция к усилению государственного контроля в корпоративном секторе экономики, появившаяся еще в 2000–2001 гг., к 2004 г. приобрела более выраженный характер. В отношении частного сектора явным стало деление крупнейших компаний (групп) на лояльные (доверенные) и все прочие, на «государственников» и «космополитов» (Радыгин, 2004).

Акцентируя внимание на интересах и стимулах участников корпоративного управления, обратимся к результатам, полученным С. Б. Авдашевой и др. (2007), объясняющим стимулы к сохранению государственных пакетов акций на предприятиях. Спрос на участие государства в собственности объясняется размером финансовых и нефинансовых выгод, получаемых компаниями от государственного участия:

— наличие государственного участия позволяет компаниям рассчитывать на получение различных форм финансовой и организационной поддержки, при этом альянс с региональными властями доминирует;

— государство является гарантом возврата банковских кредитов;

— государство облегчает компаниям доступ к бюджету и внебюджетным фондам.

Таким образом, государство на федеральном и региональном уровнях остается активным участником корпоративных отношений, закрепляя свои интересы в имущественной форме посредством владения крупными пакетами обыкновенных (голосующих) акций.

4.3. УЧАСТИЕ ГОСУДАРСТВА В СОБСТВЕННОСТИ РЕГИОНАЛЬНЫХ КОМПАНИЙ

Присутствие государства федерального уровня как собственника отмечается на наиболее значимых для экономики региона и страны предприятиях. В табл. 3–5 прил. 2 представлено распределение собственности предприятий выборки в соответствии с размером предприятий. На момент акционирования государство всех уровней в равной степени (пятая часть всех опрошенных) присутствовало на всех предприятиях выборки со средним пакетом около 45 % уставного капитала, чему в немалой степени способствовала приватизация путем акционирования. К 2002 г. присутствие государства снизилось до 16 % на мелких и крупных и до 12 % на средних АО, при этом размер среднего пакета также сократился до 32 % на средних и по 38 % на мелких и крупных АО. К 2006 г. присутствие государства на крупных АО снизилось до 12,2 %, сохранилось на мелких и выросло на средних предприятия. Рост участия государства происходил за счет регионального правительства. Так, только за 2005 г. государство приобретало пакеты на двух предприятиях Свердловской области (ОАО «Ревдинский железнодорожный вокзал» и ОАО «Жировой комбинат», Екатеринбург). И если на средних и крупных предприятиях средняя доля государства осталась практически без изменений, то на мелких АО средний пакет составил 5,05 % против 47 % на момент акционирования.

Такое направление перераспределения собственности вполне предсказуемо. Субъекты Федерации усиливают свое участие в корпорациях средних размеров, в то время как федеральное правительство усиливает контроль над крупными и крупнейшими компаниями России. Чаще других объектами влияния регионального госу-

дарства становятся независимые компании либо управляющие компании интегрированных структур регионального значения (см. табл. 2.6). Федеральное государство участвует в собственности крупнейших холдингов посредством присутствия в управляющих компаниях.

Анализ структуры собственности по отраслям дает возможность оценить приоритеты государства относительно стратегически значимых компаний для Уральского региона (табл. 2 прил. 2). Как и в целом по России, в Уральском регионе государственное участие наблюдается в машиностроении, где велика доля ВПК. В условиях отсутствия в выборке предприятий ТЭК большая доля государственного участия наблюдается в цветной металлургии, на транспорте и в химической промышленности. Менее всего собственность государства представлена в торговле и финансах. Отличительной чертой государственного участия в компаниях Уральского региона является широкая практика закрепления в государственной собственности контрольных пакетов. Редкая практика применения «золотой акции» ставит государство в те же условия оформления своего контроля над предприятием, что и частные собственники (табл. 4.5).

Таблица 4.5

**Участие государства разных уровней
в собственности уральских компаний, % .**

Уровень власти	На момент акционирования		2002	
	Доля охвата выборки	Средний пакет акций	Доля охвата выборки	Средний пакет акций
Федеральный	58,8	44,43	47,4	46,21
Региональный	23,5	27,25	36,8	28,28
Муниципальный	11,7	13,00	15,8	32,67
Нет ответа	6,0	—	0,0	—

За анализируемый период на фоне общего сокращения доли государства в собственности произошли изменения внутри неоднородного собственника — государства: сократилось участие в собственности региональных и муниципальных властей и увеличилось

участие федеральных, в то время как пакеты каждого уровня сократились. При этом наибольшее сокращение коснулось муниципального государства (табл. 4.6). Это в первую очередь связано с приватизацией пакетов, принадлежащих муниципальным властям, как наименее значимых для государства в социальном и общеэкономическом плане. Кроме того, муниципальное правительство не имеет значимых финансовых ресурсов для поддержания компаний в сферах хозяйствования малого и среднего бизнеса, где должна развиваться частная инициатива и конкуренция.

Таблица 4.6

Участие государства в собственности компаний выборки, %

Наименование показателя	На момент акционирования	2002	2005	2006
Доля предприятий с участием в собственности государства в общем числе респондентов	46,4	46,0	32,4	30,1
Средний размер пакета акций государства	38,94	38,5	32,7	33,5
Средний размер контрольного пакета, принадлежащего государству	58,6	69,6	60,9	59,5

Структура собственности уральских корпораций отличается высокой степенью концентрации. На момент акционирования более чем у 40 % предприятий выборки присутствовал собственник с контрольным пакетом акций (43 АО)², к 2006 г. этот показатель не изменился, однако произошли сдвиги внутри категорий собственников. Присутствие государства-собственника с контрольным пакетом акций (50 % + 1 акция) сократилось с момента акционирования до 2006 г. с 18 до 6,85 % всех ОАО выборки (табл. 9 прил. 2)³. Тем не менее даже этот показатель выше общероссийского.

² Не рассматривались компании, от которых не был получен ответ или которые не назвали тип собственника, владеющего контрольным пакетом.

³ Количество ОАО, положительно ответивших на вопрос о наличии контрольного пакета, составляет на момент начала приватизации 43, на 2006 г. — 36.

В связи с наличием контрольного пакета в руках государства обращает на себя внимание одна важная с точки зрения корпоративного контроля черта: наличие контрольного пакета не гарантирует государству доминирования в принятии стратегических решений. По оценкам респондентов, данным в 2006 г., только на 15 % ОАО, ответивших на вопрос о доминирующем собственнике, назвали государство в этом качестве (см. табл. 2.5), в то время как среди владельцев контрольного пакета доля государства занимает 19,4 %.

Средний размер пакета у государства снизился незначительно — с 38,4 до 33,5 %, при этом с 2005 по 2006 г. средний пакет даже увеличился. В то же время распространение государственной собственности заметно сократилось: с момента акционирования 16 предприятий выборки лишились государства в составе собственников — в основном за счет мелких АО. Место государства занимают сторонние юридические и физические лица, директора предприятий, которые упрочили свое положение за счет перераспределения акций, полученных от рядовых работников предприятий.

В целом государственный контроль над предприятиями выборки наиболее распространен в случаях, когда на предприятии присутствует не только контролирующий, но и блокирующий собственник в качестве противовеса. Государство не имеет значимого единоличного контроля над региональными компаниями. Несколько волн передела собственности в региональных компаниях привели к сокращению доли государственной собственности всех уровней в уральской экономике. Тем не менее позиции государства, благодаря отраслевой специфике региона, сильны. Наиболее значимо государство представлено на предприятиях, имеющих стратегическое значение для региона и Федерации в целом. Для государства как собственника подтверждается высказанная ранее гипотеза относительно механизмов закрепления аутсайдерского контроля: аутсайдерам для доминирования в компании нужен больший пакет акций, нежели для инсайдеров. У последних имеются дополнительные рычаги воздействия на компанию. Низкомотивированным представителям государства бывает недостаточно для доминирования даже контрольного пакета. Это наталкивает на мысль о том, что в корпоратив-

ных отношениях функция государства как собственника вторична по отношению к функции регулятора и значимо заинтересованного лица.

4.4. СПЕЦИФИКА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В КОМПАНИЯХ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ

Большинство исследований подтверждает высокую концентрацию собственности в компаниях с государственным участием (Авдашева, Долгопятава, Пляйнес, 2007; Капелюшников, Демина, 2005; Кузнецов, Муравьев, 2002; Муравьев, 2003; Радыгин, Мальгинов, 2006; Мальгинов, Радыгин, 2007). Таким образом, концентрированная акционерная собственность является доминирующей моделью для всей российской экономики, включая частные компании и компании с долей государства. Госпакет выступает фактором относительной стабильности в процессе передела собственности. Наиболее успешно эту роль выполняет федеральное правительство. В компаниях с его участием состав собственников меняется реже, нежели в компаниях с региональным участием (Авдашева, Долгопятава, Пляйнес, 2007). Полученные авторами данные можно трактовать и как демонстрацию большей переговорной силы государства на федеральном уровне, и как то, что частные собственники компаний используют государство в качестве гаранта стабильности. Государство производит для них своеобразное общественное благо.

Исследование ГУ–ВШЭ (2007) выявило важную характеристику внешнего корпоративного контроля в компаниях с государственным участием. Государство, как внешний собственник, использует более интенсивно такой механизм корпоративного управления, как смена топ-менеджера компании. На место «красных директоров» приходят новые команды управленцев. Характерна частая смена председателя совета директоров.

На крупнейших предприятиях с участием федеральных властей топ-менеджменту отводится особая роль, их позиция укрепляется посредством системы участия в собственности. В то же время снять проблему «окапывания» государство на федеральном уровне

пытается за счет снижения представительства менеджеров в составе совета директоров, само при этом слабо используя участие в работе совета как механизм защиты собственных интересов. В то же время самая высокая частота смены состава совета наблюдается именно в компаниях с участием федеральных властей, что должно препятствовать сращиванию интересов совета и топ-менеджмента компаний. Совет используется во многом как орган оперативного управления, судя по частоте заседаний за год, а правление оказывает большое воздействие на корпоративное управление в компаниях с федеральным участием. Важно, что проведенное исследование позволило выявить и другую особенность использования совета директоров частных компаний государством: в АО, где нет государственного пакета, советы директоров часто включают представителей региональной власти.

Согласно обследованию промышленных ОАО (Корпоративный контроль..., 2004), суммарное (федеральные, региональные и муниципальные органы власти) представительство государства в совете директоров на 1999 г. составило 9 %, при этом участие государства в собственности, как было показано выше, оценивалось, согласно выводам различных обследований, в 7–9 % в среднем по России. Государство сохранило пропорциональное участие в управлении и собственности компаний. Во многом это произошло из-за распространения, в силу законодательных ограничений, механизма представительства интересов государства в управлении. Кроме того, это зачастую наименее затратный способ организации соблюдения интересов такого собственника, как государства.

По данным Долгопятовой (2004), в 2002 г. доля представителей в составе советов изменилась незначительно, впрочем, как и доля государства в собственности; изменения произошли в участии трудового коллектива и физических лиц. Причины в устойчивости положения за этот промежуток времени кроются, на наш взгляд, в отсутствии в целом значимых изменений в корпоративном управлении из-за стабильности внешней среды корпоративного управления и соответственно стимулов инвесторов на применение новых инструментов.

Специфическую черту работы совета директоров в компаниях с государственным участием выявило обследование крупнейших

российских эмитентов, проведенное в 2006 г. Standard & Poor's (Портрет Совета директоров..., 2007). В государственных компаниях доля неаффилированных директоров составляет меньше половины от доли независимых директоров в частных компаниях, кроме того, в государственных компаниях она растет более медленными темпами. В целом доля инсайдеров в советах компаний с государственной собственностью выше, чем в частном бизнесе. В советах компаний с государственной собственностью наблюдается не только дефицит независимого корпоративного контроля, но и дефицит квалифицированных кадров. Следует также отметить, что в России представители государства не получают вознаграждения за членство в совете директоров; это означает, что стимулы для эффективной работы у них слабее.

Повышение общего уровня качества корпоративного управления привело к пристальному вниманию аналитиков и представителей крупного бизнеса, к развитию совета директоров как инструмента мониторинга за деятельностью топ-менеджеров. Мониторинг со стороны доминирующего собственника постепенно уступает место внутренним механизмам корпоративного управления, принятым в странах с развитым корпоративным правом. Так, активное внимание уделяется роли независимых директоров в советах госкомпаний.

Руководитель Экспертного управления президента Аркадий Дворкович негативно оценивает экспансию госкомпаний, происходившую в 2006–2007 гг.⁴ На эти компании приходится около половины инвестиций в РФ, но существенная часть из них неэффективна, что грозит снижением темпов экономического роста. В качестве мероприятий по повышению конкурентоспособности государственных корпораций А. Дворкович называет привлечение независимых директоров. «Практика управления госчиновниками как представителями государства постепенно себя изживает. Через 2–3 года независимыми директорами обзаведется большинство госкомпаний», — считает аналитик.

Подобное суждение основывается не только на знании практики, но и на теоретических предпосылках агентской теории: государство как собственник не может по определению обладать

⁴ См.: Ведомости. 2007. 14 сент.

сильными стимулами для контроля над менеджментом. А его представители, чиновники разных уровней, как агенты, имеют самые широкие возможности для отлынивания. А. Филатов, управляющий директор Ассоциации независимых директоров, добавляет к этим аргументам следующее суждение, объясняющее неэффективность действий госчиновников и низкий уровень ответственности за принятые ими решения: «У чиновников не хватает времени разобраться в вопросах компании, они голосуют по директиве, подготовленной государством, и считают, что государство их прикроет».

Подтверждением этой гипотезы могут служить сразу несколько ярких примеров крупнейших государственных компаний России. Одними из первых начало привлекать независимых директоров РАО «ЕЭС России». Его примеру последовали Роснефть, Сбербанк, ВТБ, РЖД. Для РЖД — это недавний шаг, принятый по итогам работы 2006 года. В состав совета директоров входят 12 человек, из числа которых впервые появился независимый директор — А. Костин, глава ВТБ. Тем не менее этот процесс не превратился в массовое явление даже среди крупнейших компаний, собирающих финансовые средства для инвестиций на открытых рынках. Нет независимых директоров в советах Газпрома, Связьинвеста, Транснефти, Роснефтегаза, Совкомфлота, Аэрофлота. Для Связьинвеста, например, структура совета выглядит следующим образом: из 9 членов совета 6 — представители государства и 3 — представители стратегических партнеров компании. Возглавляет совет министр информационных технологий и связи РФ Леонид Рейман. Причин торможения процесса привлечения независимых директоров в компании с госучастием можно назвать несколько. Во-первых, низкий уровень защиты прав собственности и, как следствие, нежелание привлекать внешних участников к принятию решений и распространению информации. Во-вторых, на сегодня не создано условий подлинной независимости директора от государства. Если независимый директор выдвигается государством, он обязан голосовать по согласованию с государством.

Одной из последних тенденций корпоративного управления в интегрированных структурах стали попытки укрупнения находящихся под контролем государства хозяйственных структур, консолидации государственных пакетов акций и унитарных предприя-

тий под эгидой холдингов (Радыгин, 2004). В интеграционных процессах проявилась политика государственной экспансии. Осуществляется переход крупных бизнес-групп от явной и прямой политики приватизации «административного ресурса» к подчеркнутой лояльности к федеральным властям и демонстрации «социальной ответственности» крупного бизнеса. На региональном уровне это выливается в соглашения о социальном партнерстве, увеличение государственной доли или передачу под контроль государства определенных активов.

Специфические черты корпоративного управления в интегрированных компаниях с участием государства обнаружены в исследовании Авдашевой (2007). Выявлен позитивный эффект от использования инструментов корпоративного управления, которое предполагает опору на полномочия государства не только как собственника, но и как регулятора, что дополнительно укрепляет дисциплину менеджмента. Это подтверждается и выводами Standard & Poor's (2007). В государственных холдингах более развиты элементы корпоративного управления, чем в компаниях, которыми государство владеет напрямую.

Важным аспектом качества корпоративного управления в компаниях с государственным участием является получение доходов этим акционером в виде дивидендов. Поскольку эти вопросы хорошо регламентируемы для представителей государства в советах, дивидендная политика является одним из наиболее прозрачных моментов в системе корпоративного управления смешанной собственностью.

С конца 1990-х гг. отмечается рост поступлений в федеральный бюджет за счет выплат дивидендов на госпакеты акций (Мальгинов, Радыгин, 2007; Предприятия с государственным участием..., 2004). Основным фактором, определяющим размер дивидендных выплат, стало экономическое состояние компаний смешанной собственности. Так, крупнейшие поступления в федеральный бюджет составили дивидендные выплаты ТЭК. Наблюдалась также зависимость, показывающая, что с увеличением размеров госпакетов росли выплаты на одну компанию и доля компаний, заплативших дивиденды. Это свидетельствует об эффективной реализации государством своих имущественных прав в отношении доходов на

акцию, но только при условии, если государство не является миноритарным акционером. Любой миноритарий, будь то частное лицо или государство, не способен влиять на принятие основных имущественных и стратегических решений. Дивидендная политика государства является также примером общей неповоротливости государства в управлении госимуществом: только в 2006 г. общие подходы к дивидендной политике были зафиксированы на уровне правовой нормы (Мальгинов, Радыгин, 2007).

Формы корпоративных отношений бизнеса с государством на региональном уровне представляют собой плодотворное поле для исследования, поскольку большинство работ в отношении государства и корпораций проводилось либо в отношении крупнейших компаний, либо в целом в отношении федеральной собственности, данные по которой более систематизированы. В то же время представляется, что в характере взаимоотношений с государством во многом заложена региональная специфика корпоративного управления⁵.

4.5. ГОСУДАРСТВО В РЕГИОНАЛЬНЫХ КОМПАНИЯХ: РЕАЛИЗАЦИИ ФУНКЦИЙ СОБСТВЕННИКА И РЕГУЛЯТОРА

В подразд. 4.2 было показано, что региональная собственность сосредоточивается сегодня в основном в независимых компаниях промышленности или некрупных холдингах, дислоцирующих свое производство и управление на уровне региона. Как развивается корпоративное управление в компаниях с государственным участием в собственности? Если государство является крупным внешним собственником, проявляются ли в региональных компаниях с его участием основные черты концентрированного внешнего контроля? В какой мере проявляется функция государства как регулятора в случае региональных компаний и как это сказывается на практике применения внутренних механизмов корпоративного управ-

⁵ Большой вклад в инициирование исследований в этом направлении вносит работа А. А. Яковлева (Яковлев, 2007).

ления? Эти аспекты мы попытаемся проанализировать на выборке уральских ОАО.

Ранее было отмечено, что концентрация собственности в руках государства с помощью контрольного пакета обыкновенных акций не всегда является достаточным условием реального доминирования при принятии решений в компаниях. В связи с этим на первый план анализа выдвигается не общее собрание акционеров, где принятие решений происходит обычно по принципу «одна акция — один голос», а совет директоров, более регулярно работающий орган управления компанией. Каким образом государство исползует совет для поддержания своих интересов как собственника?

В компаниях с государственной собственностью, равно как и в частных компаниях, оказывается распространенной модель инсайдерского совета (табл. 4.7). Даже при наличии крупных внешних собственников большинство директоров — менеджеры компании. Во многом это связано с качеством работы в советах директоров представителей государства. По российскому законодательству государственные чиновники не могут получать за эту работу денежное вознаграждение, в связи с чем прямые финансовые стимулы к эффективной агентской деятельности отсутствуют. Позиции внешних крупных инвесторов представлены слабее, чем в частных компаниях. В то же время большую долю в советах с государством занимают институциональные инвесторы как представители миноритариев. Как будет показано ниже, в целом миноритарные акционеры находят в лице государства-собственника поддержку в реализации своих имущественных прав в виде регулярной выплаты дивидендов, информационной прозрачности, назначении независимых директоров (табл. 4.8).

Для решения задачи выявления влияния государства на характер развития внутренних механизмов корпоративного управления мы разделили все предприятия, ответившие в 2006 г. на выделенные блоки вопросов (73 ОАО), на две группы:

- 1) государство входит в число собственников (22 ОАО);
- 2) государства нет в числе собственников (51 ОАО).

Во второй группе была выделена подгруппа: государство не присутствует в собственности, но государственные чиновники входят в состав совета директоров (4 АО).

Таблица 4.7

**Структура совета директоров в частных компаниях
и ОАО с участием государства в собственности***

Структура совета директоров	Средняя доля представителей в совете, %	
	Частные компании	ОАО с госучастием
Менеджеры предприятия	51,1	58,3
Представители российских физических лиц и нефинансовых юридических лиц	25,8	20,1
Представители государства	7,8	9,0
Представители иностранных инвесторов	5,3	0,0
Представители банков и института инвесторов	10	12,6

* Среди предприятий выборки с участием государства в собственности наблюдаются случаи отсутствия в советах представителей государства (8 ОАО).

Таблица 4.8

**Корпоративное управление на частных предприятиях
и предприятиях с государственным участием в собственности,
% ответивших**

Характеристика корпоративного управления	Компании с участием в собствен- ности государства	Частные компании	Частные компании с представи- телями государства в советах
Наличие комитетов в составе совета	54,5	63,8	75
Присутствие независимых директоров	32	19,6	25
Увольнение менеджеров по инициативе акционеров или совета директоров	50	57,4	50
Регулярность выплаты дивидендов	69	56,8	0
Составление отчетности по МСФО	13,6	9,8	0
Внешняя прозрачность компании	95,8	91	100

Выделение подгруппы продиктовано поиском ожидаемых отличий в исполнении государством своих функций как стейкхолдера с институциональным оформлением этих функций в системе корпоративных отношений.

Среди механизмов корпоративного управления были выделены такие, как:

1) состав и структура совета директоров, качество которого измерялось следующими переменными: фактом наличия независимых директоров в составе совета и наличия комитетов в составе совета;

2) информационная прозрачность, качество которой измерялось по факту составления предприятием отчетности по МСФО и факту публичного раскрытия информации в объеме большем, чем определено корпоративным правом. При таком измерении мы улавливаем как внешнюю, так и внутреннюю прозрачность; последняя, в форме ведения отчетности по МСФО, является значимым шагом со стороны групп контроля на предприятии к пониманию собственного бизнеса; внешняя прозрачность должна быть тесно связана с эмиссионной деятельностью;

3) смена менеджера компании — измерялась фактом увольнения по инициативе доминирующего собственника или совета директоров;

4) регулярность выплаты дивидендов — измерялась фактом выплаты дивидендов по обыкновенным акциям за три года, предшествовавших опросу.

Прежде чем комментировать данные табл. 4.8, следует привести цифры по эмиссионной активности компаний выборки. Основным соображением для этого является то, что компании, торгуемые на фондовом рынке, должны предъявлять больший спрос на механизмы корпоративного управления. Кроме того, развитие фондового рынка как внешнего механизма корпоративного управления является, с одной стороны, результатом развития модели внешней собственности, а с другой — результатом роста инвестиционной активности российских компаний.

Эмиссионная деятельность и фондовая активность среди компаний выборки с государственным участием значительно ниже, чем среди частных компаний. За три года, предшествовавших опросу 2006 г., треть частных компаний выпустили акции (25 %) или об-

лигации (8 %), на государственных компаниях такая деятельность не велась. Тем не менее приблизительно одинаковый процент компаний в обеих группах имеет котировки ценных бумаг (14 % для государственных и 16 % для частных АО).

В отношении инвестиционной деятельности компаний выборки складывается картина более активной позиции частных компаний. Тому есть несколько подтверждений. По источникам финансирования инвестиций государство как собственник поддерживает ориентацию компаний в корпоративном финансировании на заемный капитал (табл. 19 прил. 2). Это свидетельствует об использовании государства в качестве гаранта надежности заемщика, что удешевляет доступ к финансовым ресурсам и отражается на фондовой активности компаний с государственным участием: более дешевый доступ к финансовым ресурсам (в первую очередь низкие транзакционные издержки) стимулирует ориентацию на заемный капитал. Кроме того, компании с государственной собственностью в большей мере рассчитывают на получение финансовой поддержки от государства (81 % против 51 % частных компаний) и не планируют эмиссионную деятельность. Меньшей инвестиционной активности соответствует более короткий горизонт стратегического планирования. Треть компаний с государственными пакетами оценила горизонт планирования в 1 год, в то время как частные компании расширили горизонт до 3 лет (29 % частных ОАО) и 5 (27 % частных ОАО).

Присутствие государства в качестве акционера компании отражается позитивно на таких характеристиках корпоративного управления, как выплата дивидендов, публичное раскрытие информации и ведение финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами, наличие неаффилированных директоров. В частных компаниях чаще встречается увольнение менеджеров по инициативе акционеров или директоров и использование комитетов в составе совета. Подобные результаты, несмотря на противоречия с агентской теорией, представляются нам вполне закономерными, а в сравнении с результатами других исследований — дающими новое направление для анализа.

Реальность угрозы увольнения менеджеров является важным внутренним механизмом мониторинга деятельности менеджмента

в компаниях с внешним контролем. Чем она выше, тем сильнее позиция крупных аутсайдеров и слабее позиция инсайдеров. В частных компаниях в состав крупных внешних акционеров входят физические и юридические лица, заинтересованные в эффективном использовании капитала компании. В компаниях с государственным участием крупные внешние акционеры «разбавлены» слабо мотивированным на реализацию своих инвестиционных интересов государством. В итоге менеджмент компании получает больше свободы действий.

Подтверждением этому тезису служит описанная выше структура советов и распространение практики образования комитетов. Внешний концентрированный контроль с необходимостью стимулирует развитие совета директоров для представления интересов инвесторов, не работающих в компании, в режиме большей включенности в дела бизнеса, нежели простое участие в ежегодном общем собрании акционеров. Слабая мотивация государственных представителей снижает качество работы советов.

В стимулирующих контрактах менеджеров компаний с государственным участием практически не используются критерии, отражающие инвестиционно-ориентированное поведение собственников: экономическая прибыль, рыночная стоимость компании (MVC), опционы на покупку акций. Это вполне согласуется с низкой фондовой активностью госкомпаний и низкими стимулами госслужащих (рис. 4.1).

Частный уральский бизнес продемонстрировал также большую заинтересованность в привлечении профессиональных команд менеджеров. Среди предприятий выборки в целом растет тенденция к повышению уровня образования менеджеров. По сравнению с 2002 г. в 2006 г. выросло число руководителей с ученой степенью и высшим образованием. Но более показательным фактором роста профессионализма топ-менеджеров является сокращение доли лиц со средним специальным образованием и повышение доли лиц с высшим образованием. По этому критерию частные компании опережают государственные (85 % против 72).

Характеристики советов в частных компаниях лучше, за исключением одной — наличие независимых директоров. В отличие от исследования Standard & Poor's (2007) в нашей выборке

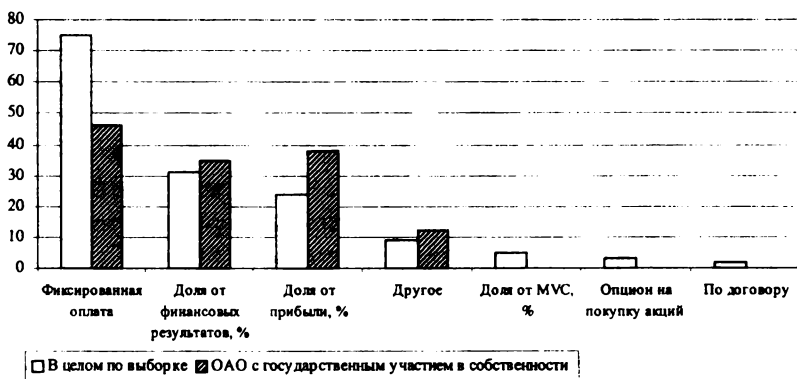


Рис. 4.1. Формы оплаты труда топ-менеджеров в компаниях с участием государства в собственности и в целом по выборке, % ответивших

АО с государственным участием демонстрируют преимущества по данному показателю. На фоне низкой эмиссионной активности «государственных» компаний этот результат свидетельствует наравне с выплатой дивидендов и информационной прозрачностью не об инвестиционной привлекательности компаний, а скорее о привнесении государством норм корпоративного управления. Государство выступает гарантом соблюдения «правил игры» для миноритарных акционеров. В этом смысле оно, являясь зачастую крупным акционером в уральских компаниях, выполняет функции не столько собственника, сколько регулятора, внедряя стандарты лучшей практики корпоративного поведения как общественного блага.

Любопытными в отношении роли государства как регулятора в компаниях выборки являются цифры таблицы по подгруппе ОАО, в которых государственные чиновники являются членами совета директоров при отсутствии государства в составе собственников (табл. 4.8). В этих компаниях ярко выражена мотивация внешних инвесторов на создание эффективных механизмов корпоративного управления. Самая высокая внешняя прозрачность компании и самое высокое распространение комитетов — в составе совета. Не реже, чем у других частных компаний, присутствует практика увольнения топ-менеджеров по инициативе акционеров. Выше, чем у

«госкомпаний», неаффилированный корпоративный контроль. При этом дивиденды данной подгруппой компаний не выплачиваются.

Поскольку размер подгруппы крайне невелик (4 ОАО), выводы не могут быть статистически значимыми, но инициируют дальнейшие исследования в этой области. Нам представляется, что присутствие государственных чиновников в советах частных компаний с выраженным внешним концентрированным контролем является формой корпоративной институционализации неформальных отношений бизнеса и власти на уровне региона. Государство в этом случае поддерживает конкурентоспособность компаний на товарных рынках, контролируя сферу корпоративных отношений в режиме включенности. Официальное оформление отношений с властью может быть востребовано бизнесом в целях создания прозрачных сигналов для других участников рыночных отношений, в том числе иностранных инвесторов.

Сделанный вывод согласуется с результатами, полученными исследователями ГУ–ВШЭ (Структурные изменения..., 2004). В выборке крупных российских промышленных компаний было несколько предприятий, в советы директоров которых входили представители местных (региональных) органов власти, но при этом не было участия государства в их собственности, на основании чего было высказано предположение, что это одна из форм «закрепления» взаимодействия отдельных крупных частных предприятий и региональных органов власти. В рамках данного исследования были также обнаружены признаки того, что «тесное взаимодействие» предприятий и государства приводит к заинтересованности местных органов власти в обеспечении стабильности состава собственников и менеджеров на предприятиях, с которыми налажено взаимодействие. При этом сами собственники и менеджеры мотивированы на сохранение такого взаимодействия в качестве определенной гарантии от недружественного поглощения.

Проведенные нами интервью с руководителями/членами советов директоров уральских компаний продемонстрировали большую лояльность компаний к участию властей в управлении бизнесом. Только один респондент в опросе 2006 г. указал на вмешательство государства-собственника как на барьер на пути развития корпоративного управления на этом предприятии (табл. 14 прил. 2).

Таким образом, государство в корпоративных отношениях на уровне региона играет роль гаранта устойчивости предприятий, с которым налажены корпоративные отношения, а также устойчивости положения акционеров данных предприятий. Региональное государство выполняет защитные функции в отношении той части экономики, которая не контролируется федеральными властями. Это не только защита от конкуренции с импортом, но и защита от вмешательства в корпоративные отношения крупных российских структур. Для решения социально-экономических задач, стоящих перед регионами, местное правительство оставляет за собой зону контроля в лице независимых региональных компаний.

Авдашева С. Б. Холдинги с участием государственных и смешанных компаний: оценка российской практики в контексте мирового опыта: Препринт WP1/2003/04. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2003. С. 29.

Авдашева С. Б., Долгопятова Т. Г., Пляйнес Х. Корпоративное управление в АО с государственным участием: российские проблемы в контексте мирового опыта: Препринт WP1/2007/01. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007.

Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // *Вопр. экономики.* 2001. № 5. С. 46–60.

Долгопятова Т. Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // *Рос. журн. менеджмента.* 2004. Т. 2, № 2. С. 3–26.

Долгопятова Т. Г. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний // *Вопр. экономики.* 2007. № 1. С. 84–97.

Ежегодные прогнозные планы (Программа) приватизации федерального имущества на 2005, 2006, 2007 и 2008 гг. / *РФФИ.* М., 2005–2007.

Журавская Е., Макрушин А., Слинко И. Причины возникновения плохих бюджетных стимулов. М.: ЦЭФИР, 2002.

Капелюшников Р. И. Собственность и контроль в российской промышленности: некоторые итоги опроса российских предприятий // *Рынок ценных бумаг.* 2001. № 20. С. 21–37.

Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // *Вопр. экономики.* 2005. № 2. С. 53–68.

Корпоративный контроль и управление предприятиями: Альм. Ассоциации независим. центров эконом. анализа. 2004. № 5.

Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России // Вестн. СПбГУ. Сер. 8. 2002. Вып. 1, № 8. С. 34–57.

Мальгинов Г. Н., Радыгин А. Д. Смешанная собственность в корпоративном секторе: эволюция, управление, регулирование: Консорциум по вопросам прикладных экономических исследований / Канад. агентство по междунаро-д. развитию [и др.]. М.: ИЭПП, 2007.

Моложавый С. Роль государства в формировании среды для корпоративного управления // Корпоративное управление в России: Докл. конф. Москва, 31 мая — 2 июня 1999 г. М., 1999.

Муравьев А. Государственные пакеты акций в российских компаниях // Вопр. экономики. 2003. № 5. С. 101–120.

Портрет совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления / Standard & Poor's. Дата публикации: 19-03-2007 MSK [Электрон. ресурс]. Режим доступа: <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=3236&sec=an>

Предприятия с государственным участием: Институционально-правовые аспекты и экономическая эффективность. М.: МОНФ; Ассоциация исследователей экономики обществ. сектора, 2004. (Сер. Науч. докл.: независим. экон. анализ; № 155).

Применение норм корпоративного управления и корпоративное управление на государственных предприятиях: «Круглый стол» ОЭСР по корпоративному управлению в России: Итоговый отчет. М.: ОЭСР, 2005. С. 107.

Прогнозный план (Программа) приватизации федерального имущества на 2006 год. М., 2005а.

Прогнозный план (Программа) приватизации федерального имущества на 2005 год. М., 2005б.

Прогнозный план (Программа) приватизации федерального имущества на 2007 год и основные направления приватизации федерального имущества на 2007–2009 годы. М., 2006.

Прогнозный план (Программа) приватизации федерального имущества на 2008 год и основные направления приватизации федерального имущества на 2008–2010 годы. М., 2007.

Радыгин А. Д. Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп // Рос. журн. менеджмента. 2004. Т. 2, № 4. С. 35–58.

Радыгин А. Д., Мальгинов Г. Н. Государственная собственность в российских корпорациях: проблемы эффективности управления и задачи государственного регулирования. М.: Ин-т экономики переход. периода, 2001. С. 26.

Радыгин А., Мальгинов Г. Рынок корпоративного контроля и государство // *Вопр. экономики*. 2006. № 3. С. 3–34.

Российская промышленность на перепутье: Что мешает нашим фирмам стать конкурентоспособными: Доклад ГУ ВШЭ о конкурентоспособности обрабатывающей промышленности России по результатам партнерского проекта со Всемирным банком при финансовой поддержке Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации / В. Голикова, К. Гончар, Б. Кузнецов, А. Яковлев; Науч. рук. проекта Е. Ясин. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007.

Российский статистический ежегодник: Стат. сб. / Росстат. М., 2007.

Структурные изменения в российской промышленности / Под ред. Е. Г. Ясина. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2004.

Яковлев А. А. Почему в России возможен безрисковый уход от налогов? // *Вопр. экономики*. 2000. № 11.

Яковлев А. Эволюция стратегий взаимодействия бизнеса и власти в российской экономике // *Рос. журн. менеджмента*. 2005. Т. 3, № 1. С. 27–52.

Яковлев А. А. Российская корпорация и региональные власти: эволюция модели взаимоотношений // *Вопр. экономики*. 2007. № 1. С. 124–139.

Blasi J., Kroumova M., Kruse D. *Kremlin Capitalism: The Privatization of the Russian Economy*. Ithaca, N. Y.; L.: Cornell Univ. Press, 1997.

Brown D., Earle J. *Privatization, Competition and Perform Strategies: Theory and Evidence from Russian Enterprise Panel Data*, SITE Working Papers. 2001. № 159.

Earle J., Estrin S., Leschenko L. *Ownership structures, Patterns of Control and Enterprise Behavior in Russia* / Eds. S. Commander, Q. Fan, M. Shaffer. *Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia*. Washington, World Bank, 1996.

Frye T., Shleifer A. The Invisible Hand and the Grabbing Hand // *The Amer. Economic Rev.* 1997. Vol. 87, № 2. P. 354–358.

Johnson S., Kaufman D., Shleifer A. The Unofficial Economy in Transition // *Brooking Papers on Economic Activity*. 1997. № 2.

Juurikkala T., Lazareva O. *Lobbying at the Local Level: Social Assets in Russian Firms*: BOFIT Discussion Papers № 1. Helsinki, 2006.

Haaparanta P. et al. *Firms and Public Service Provision in Russia*: BOFIT Discussion Papers № 16 / P. Haaparanta, T. Juurikkala, O. Lazareva et al. Helsinki, 2003.

Slinko I., Yakovlev E., Zhuravskaya E. Laws for Sale: Evidence from Russia // *Amer. Law and Economics Rev.* 2005. Vol. 7, № 1. P. 284–318.

ГЛАВА 5. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ЭФФЕКТИВНОСТЬ КОМПАНИЙ¹

Задача внедрения на отечественных предприятиях стандартов лучшей практики корпоративного управления является второстепенной по отношению к цели достижения эффективности работы компаний в краткосрочной и долгосрочной перспективе. Как уже было отмечено во введении, механизмы корпоративного управления служат защите интересов инвесторов и всех стейкхолдеров. Выполняя эту функцию, корпоративное управление облегчает доступ к ресурсам, в первую очередь финансовым, и повышает эффективность их использования, ориентируя менеджмент на повышение рыночной стоимости и конкурентоспособности бизнеса. Успешно действующие компании создают сравнительно большую стоимость для всех участников корпоративных отношений – инвесторов, управленцев, работников, потребителей, поставщиков, государства и общества. Показатель рыночной стоимости можно рассматривать как универсальный индикатор конкурентоспособности компании, отражающий будущую доходность и рыночный успех компании, а также способность генерировать денежные потоки, свободные для изъятия собственниками.

Понимая под эффективными такие механизмы корпоративного управления, которые способствуют росту конкурентоспособности и рыночной стоимости компании, мы принимаем за основу исследование влияния параметров корпоративного управления на показатели эффективности функционирования компании. В связи с этим возникает ряд проблем, связанных с количественной оценкой этой зависимости. Во-первых, проблема выбора и измерения парамет-

¹ В этой главе используются материалы совместного проекта с Д. В. Крутиковым «Факторы повышения рыночной стоимости уральских компаний: проблемы практики и политики» (2006), осуществленного при финансовой поддержке Московского общественного научного фонда. Автор выражает признательность Д. В. Крутикову за совместную работу и полученные результаты, позволившие инициировать дальнейшее исследование.

ров эффективности в условиях неторгуемости и информационной закрытости большинства российских акционерных обществ. Во-вторых, вызывает затруднение количественное измерение качественных параметров корпоративного управления. В-третьих, ряд зависимостей в корпоративных отношениях могут иметь прямую и обратную причинно-следственные связи, что наиболее ярко проявляется в формировании эффективной структуры собственности.

В эмпирической литературе, изучающей эффективность экономического поведения фирмы, реализуются два основных направления к измерению эффективности. В первом направлении используются частные показатели эффективности, во втором — интегральный показатель.

В отношении первого направления обобщающим показателем эффективности в краткосрочном периоде является прибыль предприятия или производные от нее показатели рентабельности. Особенности деятельности и составления финансовой отчетности российских предприятий вносят существенные искажения в эти показатели. Поэтому более адекватно характеризуют эффективность частные показатели использования ресурсов (труда, основных фондов, финансовых средств) и объем инвестиций, хотя несовершенство методологии оценки основных фондов делают несовершенными показатели фондоотдачи. Распространенный в литературе показатель производительности труда, рассчитанный как частное оборота и численности работников, также вызывает нарекания в связи с закрытостью и неточностью информации по численности сотрудников из-за проблем с налогообложением фонда оплаты труда. В то же время независимые аналитики зачастую не располагают иными возможностями сбора информации, кроме официальной финансовой отчетности компаний и данных, предоставленных компаниями добровольно в ходе опросов и интервью. Поэтому широкое использование упомянутых выше показателей вполне оправданно при понимании имеющихся недостатков измерения.

Второй подход к измерению эффективности использует переменные, отражающие рыночную стоимость компании. В отношении этого показателя наблюдается неоднородность подходов.

1. Наиболее часто используется в качестве измерителя рыночной стоимости торгуемых компаний показатель Q Тобина, измеренный как

соотношение рыночной и балансовой стоимостей активов компании (Yermack, 1996; Black, 2001; Demsetz, Villalonga, 2001; Bai et al., 2004; Beiner et al., 2005; Brown, Caylor, 2005; Black, Love, Rachinsky, 2005). Популярность данного подхода объясняется универсальностью Q Тобина, как показателя рыночной оценки стоимости капитала компании².

2. В качестве показателя рыночной стоимости торгуемых компаний используется рыночная капитализация компаний по данным фондовой биржи (Dalton, et al., 1998; Bhagat, Black, 1999; Rachinsky, 2003).

3. Существует также косвенная оценка взаимосвязи корпоративного управления и рыночной стоимости компаний посредством оценки влияния корпоративного управления на цены акций компаний. При этом авторы дополняют цены акций компании показателем капитализации и Q Тобина, используя весь возможный спектр рыночной оценки капитала компании (Gompers, Ishii, Metrick, 2003). При оценке разницы в стоимости обыкновенных и привилегированных акций выявляется цена права голоса, или контроля над предприятием. Эмпирические исследования по странам с развитой рыночной экономикой продемонстрировали более высокую рыночную оценку акций, наделенных несколькими голосами, по сравнению с обыкновенными голосующими акциями при условии, что обыкновенные голосующие акции стоят дороже привилегированных неголосующих. Цена права голоса варьируется по различным странам примерно от 5 до 20 % от цены неголосующих акций³. Существующие премии по голосующим акциям связаны с частными выгодами контроля⁴ — денежными и неденежными, извлекае-

² Подробный анализ положительных и отрицательных черт Q Тобина см.: Erickson, Whited (2000), которые отмечают, что коэффициент Q Тобина лишь наполовину соответствует «настоящему» коэффициенту Q.

³ См.: Lease, McConnell, Mikkelson, 1983; Rydqvist, 1987; Megginson, 1990. Для отдельных стран эта разница выше, например, Zingales (1994) выявил разницу в 82 % для итальянской фондовой практики.

⁴ Частные выгоды — термин, широко используемый в агентской теории и обозначающий денежные и неденежные доходы, получаемые одной из сторон контракта за счет ущемления интересов другой стороны. Причиной возникновения частных выгод является неопределенность и информационная асимметрия, присущая фирменному соглашению в результате неполноты контрактов, связанной с проблемой измерения, оппортунизмом и моральным риском (moral hazard). См. модель Дженсиена и Меклинга (Jensen, Meckling, 1976).

мыми доминирующими акционерами (более высокое вознаграждение менеджеров, нанятых доминирующим собственником, трансфертное ценообразование и др.), которые зачастую связаны с экспроприацией доходов миноритарных акционеров. Существование экспроприации связано с глубинной проблемой измерения, характерной для крупных фирменных коалиций.

Использование данных о курсовой стоимости акций различных компаний и ее изменениях во времени в зависимости от тех или иных событий предполагает, что рынок «знает», что хорошо, а что плохо с точки зрения эффективности. Однако в переходных экономиках, особенно в России, этот подход сталкивается с неизбежными информационными ограничениями, поскольку акции подавляющего большинства компаний не котируются на рынке ценных бумаг.

4. В качестве переменной рыночной стоимости может быть использован показатель экономической прибыли (или экономической добавленной стоимости — Economic Value Added, EVA) (Millstein, MacAvoy, 1998). Однако применение данного метода в российских условиях упирается в уже указанную проблему некорректности отчетности и закрытости данных для сторонних аналитиков.

Нетривиальным случаем для исследований в области факторов роста рыночной стоимости являются неторгуемые компании. В переходной экономике подход с использованием рыночной стоимости сталкивается с неизбежными информационными ограничениями, поскольку подавляющее большинство компаний либо являются неторгуемыми, либо не проводят оценку рыночной стоимости, либо не предоставляют такую информацию. В связи с этим наибольшее распространение получили частичные индикаторы, такие, как рентабельность, уровень производительности труда и т. д., а не интегральный показатель эффективности, каким является рыночная стоимость компании. В нашей выборке уральских ОАО неторгуемые компании составляют большинство (76 из 98 ОАО). Для оценки эффективности мы применили показатели, отражающие различные аспекты работы компаний: производительность труда, рентабельность продаж, рентабельность собственного капитала, рентабельность активов. Описание переменных модели представлено в табл. 1 прил. 3.

На наш взгляд, важны методические подходы к решению задачи количественной оценки качественных параметров, характеризующих состояние корпоративного управления. Имеющиеся варианты оценки можно сгруппировать в два блока.

1. Первый подход основан на использовании индекса корпоративного управления, который строится либо авторами самостоятельно (Gompers, Ishii, Metrick, 2003; Гуриев и др., 2003; Beiner et al., 2005; Brown, Caylor, 2005), либо заимствуется в виде рейтинга корпоративного управления, составляемого рейтинговыми агентствами (Rachinsky, 2003; Black, Love, Rachinsky, 2005)⁵. Индекс как проху переменная отражает уровень развития тех или иных механизмов корпоративного управления в компаниях, концентрируясь в первую очередь на защите прав акционеров. Индексный подход позволяет составить интегрированную оценку множества факторов корпоративного управления, выделив наиболее значимые. При этом построение собственного индекса дает дополнительные аналитические возможности в зависимости от целей исследования с учетом того, что как заимствованные индексы, так и собственные опираются на использование не только обязательной отчетной информации, но и экспертных оценок, полученных в ходе опросов компаний.

Beiner et al. (2005) построили индекс корпоративного управления, учитывающий не только отдельные механизмы корпоративного управления, но и пять дополнительных переменных, характеризующих уровень корпоративного управления в компании: структура собственности, характеристики совета директоров и леверидж. Этот подход отличается от индекса корпоративного управления, построенного ранее Gompers, Ishii, Metrick (2003), который включал в себя только специфические инструменты и механизмы корпоративного управления. Причем если первый основан на рекомендациях национального Кодекса корпоративного поведения, то вто-

⁵ В работе Black, Love, Rachinsky (2005) авторы строят также среднеквартальный индекс корпоративного управления на основании поквартальных данных рейтингов корпоративного управления, представленных Brunswick, Тройкой-Диалог, Standard&Poors, Институтом корпоративного права и управления, Российским институтом директоров.

рой — на данных, используемых в первую очередь инвесторами, а не компаниями. Как нам представляется, различие в подходах основано на том, что вторая статья оперирует данными американской экономики с развитым фондовым рынком и системой корпоративного контроля, в то время как первая использует материалы страны с германской моделью корпоративного управления, где превалирует заемное банковское финансирование инвестиций.

Индекс корпоративного управления зависит от выбора фирмой различных механизмов и экзогенных объясняющих переменных (Beiner et al., 2005), поскольку крупные фирмы сталкиваются с проблемой агентских отношений и могут добровольно выбрать более строгие правила корпоративного управления (Jensen, 1986). Такими экзогенными переменными могут быть размер фирмы, измеренный как натуральный логарифм совокупных активов (в ряде исследований размер фирмы определяется по натуральному логарифму среднесписочной численности работников, показателю, который для российской статистики не точно отражает реальное состояние дел из-за специфики налогообложения), который предпочтителен в исследовании величины рыночной стоимости, поскольку в большей мере связан с финансовыми показателями компании; среднегодовой рост выручки от продаж за последние несколько лет (Klapper, Love, 2004), что отражает возможности роста компании — чем выше эти возможности, тем больше потребности компании во внешнем финансировании, следовательно, больше требования к стандартам корпоративного управления, и снижении издержек по привлечению капитала.

2. Второй подход использует оценку влияния отдельных механизмов (внутренние и внешние) корпоративного управления на показатель рыночной стоимости компании (Bai et al., 2004). Авторы выделяют наиболее значимые для достижения поставленных целей механизмы корпоративного правления, верифицируют их в зависимости от представляющихся возможностей непосредственно (например, количество независимых директоров в совете директоров, доля доминирующего собственника) либо посредством рогоху переменных (например, качество правовой среды для корпораций оценивается посредством *dumtmy* переменной в отношении требований по эмиссии акций). Такой подход позволяет оценить

влияние отдельных механизмов корпоративного управления на показатель рыночной стоимости компании. В то же время, чтобы имела место многофакторность анализа, в регрессионных уравнениях среди объясняющих переменных используются финансовые показатели, характеризующие размер капитала, его структуру и результативность использования.

На протяжении всего пореформенного периода отечественные и зарубежные исследователи обращались к теме влияния корпоративных отношений на эффективность российских компаний. Наиболее многочисленными оказались работы по оценке влияния структуры и концентрации собственности в связи с приватизационной природой большинства крупных российских корпораций.

Эмпирические исследования влияния собственности на показатели эффективности работы компании при описании моделей приводят регрессионные уравнения зависимости частных индикаторов эффективности от долей идентичных групп доминирующих собственников и доли крупнейшего собственника или коэффициента Герфиндаля как показателя распределения долей.

В анализе влияния структуры собственности на показатели эффективности традиционно возникает проблема эндогенности собственности. Неявное предположение о том, что структура собственности экзогенна, т. е. не зависит от результатов деятельности фирмы, в большинстве случаев ошибочно⁶. Для структур собственности, возникающих в переходный период, проблема эндогенности может быть особенно острой. Различные заинтересованные группы могут пытаться отобрать наиболее перспективные фирмы как объекты инвестирования, причем подобную селекцию можно ожидать как со стороны инсайдеров, так и со стороны внешних акционеров. Вследствие такого отбора концентрация собственности в руках внешних акционеров может происходить значительно быстрее на более эффективных предприятиях.

Результаты эмпирических исследований о влиянии структуры собственности на эффективность работы российских компаний не-

⁶ Подробно методические проблемы оценки влияния структуры и концентрации собственности на показатели эффективности работы российских корпораций см.: (Кузнецов, Муравьев, 2000).

однозначны. По данным П. Кузнецова и А. Муравьева (2002) (обследовано 101 предприятие-эмитент в 1995–1997 гг.), чем выше доля аутсайдеров, тем выше технологическая эффективность компаний, измеренная как производительность труда; напротив, собственность инсайдеров и государства приводит к понижению производительности. Исследование Brown, Earle (2001), основанное на данных по предприятиям, охватывающим 80,5 % всех занятых в промышленности России в 1992–1999 гг., выявило, что издержки фирмы меньше, когда большая часть собственников аутсайдеры. Но наблюдается и обратный эффект. Анализ, проведенный А. Муравьевым (2001), выявил прямую связь между долей инсайдеров и результатами деятельности компаний. Между долей аутсайдеров, кроме иностранных, и результатами деятельности компаний отмечена обратная связь, аналогичная зависимость выявлена с долей государства всех уровней.

Статистический анализ влияния концентрации собственности на эффективность российских компаний не дал однозначных результатов. В одних случаях отмечено позитивное влияние концентрации собственности (Радыгин, Энтов, 2001), в других — негативное (Кузнецов, Муравьев, 2000; Капелюшников, Демина, 2005), где-то связей не обнаружено (Структурные изменения..., 2004). При этом в некоторых работах выявлена нелинейная связь. По результатам исследования крупнейших российских компаний (Кузнецов, Муравьев, 2000), связь концентрации и рентабельности имеет U-форму, достигая минимума при 52 %-м владении крупнейшего акционера. Аналогичный результат относительно нелинейности зависимости параметров эффективности работы российских компаний от концентрации капитала был получен в работе С. Гуриева, О. Лазаревой, А. Рачинского и С. Цухло (2003): пик показателей эффективности пришелся на уровень в 50 % акций в руках крупнейшего собственника. Согласно обследованию РЭБ 2001 г., где представлены преимущественно средние промышленные предприятия, наиболее эффективными они оказались при среднем уровне концентрации (владение 10–50 % акций) (Капелюшников, 2001). В более позднем исследовании РЭБ на данных за 2003 г. (Капелюшников, Демина, 2005) концентрация собственности дала отрицательный эффект, приводя к меньшей загрузке мощностей, меньшей зара-

ботной плате и рентабельности, повышая риск убыточности предприятия. Различие в выводах можно объяснить тем, что при анализе авторы в основном использовали текущие показатели эффективности за 1–2 года, часто — данные обследований (опросов), проведенных на нерепрезентативных и небольших выборках. Некоторые работы выполнены до кризиса 1998 г., что не позволило выявить стабильные взаимосвязи из-за нестабильности поведения предприятий в трансформационной экономике.

Высокая концентрация внешней собственности в российских условиях выполняет не только функции мониторинга и защиты прав собственности, но и поддерживает рыночные перспективы развития бизнеса, маркетинговую и инвестиционную активность компаний, способствует частой смене менеджеров и их команд и в итоге превращает внешнего собственника в инсайдера (Долгопятава, 2004 ϵ). Более позднее исследование Т. Г. Долгопятавой (2007) подтвердило вывод о позитивной роли держателя контрольного пакета акций в проведении активной инвестиционной политики и реструктуризации, направленной на освоение новых рынков и поддержание высокого уровня производительности. В условиях низкой концентрации собственности у предприятий недостаточно стимулов для развития. Лидирующие позиции в расширении бизнеса и росте эффективности продемонстрировали компании со средним по российским меркам уровнем концентрации.

Новым этапом в исследовании эффективности использования внутренних механизмов корпоративного управления стали работы, использовавшие интегрированные показатели эффективности работы компаний, отражающие стратегические функции корпоративного управления: коэффициент Tobin Q (Black, 2001; Black, Love, Rachinsky, 2005; Rachinsky, 2003; Ивашковская, Степанова, 2008), цена обыкновенных акций (Кузнецов, Муравьев, 2002) и наиболее новая концепция использования показателя экономической прибыли (Ивашковская, Осипов, Ращупкин, 2008).

Важный результат с точки зрения роли доминирующего инвестора и важности фактора совмещения владения и управления в российском корпоративном секторе были получены И. В. Ивашковской и А. Степановой (2008) на выборке по ряду развитых и развивающихся стран. Рост доли вовлеченного в управление инвестора при-

вел к росту рыночной эффективности деятельности компаний, выраженной в коэффициенте Tobin Q. Инсайдерская форма организации корпоративного контроля оправдывает себя, даже несмотря на растущую долю внешней концентрированной собственности. Это может свидетельствовать о низкой эффективности механизмов корпоративного управления, не позволяющих усилить роль аутсайдерского контроля и профессионализм наемных менеджеров. Этот вывод подтверждают полученная авторами негативная зависимость влияния госпакетов акций на показатели эффективности и отсутствие такой зависимости для институциональных инвесторов.

В работе А. Рачинского (Rachinsky, 2003) получен результат о положительной связи качества корпоративного управления и рыночной стоимости компаний с использованием рейтингов корпоративного управления Brunswick Warburg и Васильева на данных 22 и 40 компаний соответственно за период 1999–2002 гг.

Для каждого рейтинга рассматривались две модификации модели: с учетом и без учета фундаментальных финансовых переменных, таких как логарифм продаж и рентабельность продаж. По отсутствию эффекта мультиколлинеарности при совместном включении рейтингов корпоративного управления и финансовых переменных автор делает вывод о том, что показатель качества корпоративного управления (рейтинг) не является лишь отражением финансового состояния компании, а имеет самостоятельное значение для показателя рыночной стоимости торгуемых компаний (капитализации). Причем увеличение рыночной стоимости компании за счет роста качества корпоративного управления представляется более достижимым для компаний, нежели за счет роста рыночной позиции или финансовых результатов. Так, «среднее» улучшение качества корпоративного управления приводит к росту капитализации компании, сравнимому с ростом капитализации благодаря увеличению прибыльности компании на 35 % или увеличению выручки от продаж более чем в 2 раза.

В работе Black, Love, Rachinsky (2005) впервые использовались для России панельные данные за 1999–2004 гг. в поквартальном измерении. Это позволило избежать значимых методических проблем, связанных с оценкой влияния корпоративного управления на рыночную стоимость. Во-первых, анализ длительного промежут-

ка времени позволяет учесть реальные изменения в корпоративном управлении, которые происходят довольно медленно в отличие от изменения финансовых и рыночных показателей; во-вторых, проблема эндогенности, связанная с тем, что высоко оцененные рынком фирмы скорее выберут более качественное управление, чем наоборот.

Главным выводом работы стало то, что индексы корпоративного управления (авторы использовали шесть различных рейтингов корпоративного управления⁷) могут служить индикаторами рыночной стоимости компании, причем качество корпоративного управления положительно влияет на рыночную оценку для российских компаний. В отношении других переменных, влияющих на коэффициент Q Тобина, исследователи получили следующие результаты. Размер фирмы негативно повлиял на рыночную стоимость компании⁸: более крупные компании имеют более низкую относительную оценку активов. Более ликвидные фирмы более высоко оцениваются рынком, но не всегда. Возможно, что в России показатель левериджа играет роль информационного сигнала в отношении кредитоспособности компании в целом. Неожиданным явился также вывод о том, что продажи значимо не влияют на рыночную стоимость, что может быть связано с недостатком использованных данных⁹. Фирмы, имеющие более высокие финансовые показатели (отношение выручки к активам) получили более высокую рыночную оценку. Зато капиталоемкость компании негативно сказалась на ее рыночной стоимости. Это связано с большой долей фиксированного капитала и низкой долей нематериальных активов, которые положительно ассоциируются с рыночной стоимостью.

⁷ Были взяты рейтинги корпоративного управления, выставяемые различными организациями, ставящими перед собой разные цели, в силу чего рейтинги для одних и тех же компаний отличались, разнилось и количество рейтингуемых компаний. Это рейтинги Brunswick Warburg (инвестиционный банк), «Тройка Диалог» (инвестиционный банк), Standard and Poor's — два рейтинга (рейтинговое агентство), Институт корпоративного права и управления, Институт российских директоров (некоммерческие общественные организации).

⁸ Аналогичные выводы получили Bai et al. (2004) по китайским предприятиям.

⁹ Данные по темпам роста продаж брались за год, а коэффициент Q Тобина — за квартал.

Отраслевая принадлежность фирм также влияет на рыночную оценку компаний. Массив анализируемых компаний на 80 % принадлежал трем отраслям: коммуникации, коммунальные услуги (включая энергетику), обрабатывающая промышленность (включая нефть, газ, металлургию, перерабатывающие компании и трубопроводы). Экспорториентированные отрасли более высоко оценены рынком, равно как и отрасли, переживающие бум на внутреннем рынке.

Важным выводом является и то, что компании, рейтингуемые Российским институтом директоров, демонстрируют, как правило, более низкие показатели рыночной стоимости, поскольку охват этого рейтинга самый широкий и в него включаются не только «голубые фишки». Итоговая оценка влияния корпоративного управления на рыночную стоимость выглядит следующим образом: изменение общего индекса корпоративного управления от «худшего к лучшему» может привести к изменению натурального логарифма Q Тобина на 0,40. Это согласуется с выводами работы Black (2001) о повышении капитализации компании на 700 пунктов при сходном изменении в корпоративном управлении.

Полученные П. Кузнецовым и А. Муравьевым результаты в отношении разрыва в ценах двух типов акций по российским компаниям только подтверждают вывод о том, что качество корпоративного управления влияет на рыночную оценку компании. В условиях высококонцентрированной собственности, слабой защиты прав миноритариев и низколиквидного фондового рынка плата за право контроля над компанией становится запредельно значительной: отношение премии по обыкновенным акциям к цене привилегированных может достигать до 51 % (Кузнецов, Муравьев, 2002). В условиях недостатка институциональных норм в области агентских отношений инвесторы в еще большей мере усиливают внимание к качеству механизмов корпоративного управления, используя их как явные рыночные сигналы.

Использование показателя экономической прибыли для оценки эффективности реализации стратегической функции совета директоров и национального рейтинга «РИД-Эксперт РА» в работе Ивашковской, Осипова, Ращупкина (2008) на выборке из 41 российской компании дало отрицательные результаты. Авторы объясняют полученный эффект тем, что советы директоров не фокуси-

ровали внимание на стратегической эффективности, а решали задачи создания совета как работающего органа компании: процедурные вопросы, регламенты, подбор состава и др.

В отношении количественной оценки влияния качественных параметров корпоративного управления на результаты работы компаний выделяется работа Ильичука (2007) по совету директоров. Панель по 270 АО за период с 1999 по 2004 г. позволила выявить негативное влияние доминирования представителей государства в совете на прибыльность компании. Доля менеджеров в совете нелинейно связана с показателями эффективности работы российских компаний. Общим выводом стала необходимость корректировки структуры советов в каждом конкретном случае для повышения эффективности работы компании.

Значимый контроль со стороны менеджеров на российских предприятиях приводит к тому, что падение любого из значимых финансовых показателей не приводит к увольнению менеджера, но совокупное ухудшение показателей повышает вероятность увольнения (Гольцман, 2000). Подробный анализ факторов смены менеджеров (Муравьев, 2003) по выборке из 437 компаний, подтверждающий тезис о влиянии аутсайдеров и смены собственников в высококонкурентных компаниях на высокую вероятность увольнения топ-менеджера. Кроме того, установлен факт позитивного влияния увольнения менеджера на показатели производительности труда для новых менеджеров-аутсайдеров.

В целом, на наш взгляд, проблемы статистических оценок влияния параметров корпоративного управления на эффективность работы российских компаний в связи с низкой прозрачностью бизнеса и сложными причинно-следственными связями для небольших выборок может выступать скорее дополнением к качественному анализу.

Для базы, собранной нами в ходе обследования уральских компаний, количественный анализ базируется на проверке методами регрессионного анализа зависимости эффективности работы компании от различных факторов корпоративного управления. Для выявления значимости корпоративного управления для эффективности функционирования уральских компаний в регрессионных уравнениях в качестве независимых переменных были использо-

ваны характеристики качества внутренних механизмов корпоративного управления, показатели структуры и концентрации собственности, значения инвестиционной деятельности и контрольные переменные, среди которых наиболее значимыми оказались отраслевые индикаторы, переменная принадлежности к интегрированным структурам и параметр метода образования ОАО (описание переменных см. в табл. 1 прил. 3).

Модель можно представить в следующем виде:

$$\begin{aligned} Efficiency_{it} = & \alpha_0 + \sum_j^n \alpha_j \cdot owner_j_characteristics_{it} + \\ & + \sum_k \beta_k \cdot investment_k_i + \sum_m \gamma_m \cdot industry_m_i + \\ & + \sum_l \delta_l \cdot CGvars_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

где в качестве переменной эффективности выступают производительность труда, рентабельность продаж, активов и капитала, а в качестве регрессоров – переменные, описывающие факторы корпоративного управления, структуру и концентрацию собственности, показатели инвестиционной деятельности с учетом контрольных переменных принадлежности предприятия к холдингу, отрасли и образования предприятия путем акционирования.

Результаты регрессий представлены в табл. 2–6 прил. 3.

Все без исключения показатели эффективности работы компаний оказались положительно связаны с принадлежностью компаний к металлургической отрасли. Это объясняется конъюнктурой мировых рынков и большой долей экспортной продукции в выручке. Доля компаний металлургической отрасли в выборке велика, что повышает статистическую значимость полученных результатов. Предприятия черной и цветной металлургии, одни из старейших на Урале, испытывают серьезные проблемы технологического и ресурсного характера. Производства значимо устарели. Сегодня многие предприятия ведут реконструкцию. Тем не менее представители отрасли высказывают серьезные опасения в связи с растущей конкуренцией со стороны импортных товаров, в первую очередь из Китая. Это характерно как для представителей цветной, так и черной металлургии.

В. В. Тетюхин, генеральный директор ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА», несмотря на рост экономических показате-

лей корпорации, заключенные с ведущими мировыми потребителями титана контракты, масштабы инвестиционных проектов и размер социальных программ, видит в росте китайского производства титана серьезную угрозу не только для своего предприятия, но и для всего производства титана в России. Аналогичные опасения высказывали и представители ОАО «Нишнетагильский металлургический комбинат». Технологическое отставание они объясняют фактом «расплаты за лидерство». Конкурентоспособность металлургических компаний региона традиционно поддерживается региональными властями, а для крупных холдингов — федеральными.

Горизонт стратегического планирования продемонстрировал в большинстве регрессий статистически значимое (на 5 %-м интервале) отрицательное влияние на все анализируемые показатели эффективности. Данный вывод идет в разрез с теорией, поскольку большой горизонт планирования свидетельствует о наличии стратегических и инвестиционных планов. Кроме того, наличие разработанной стратегии на 5 и более лет является необходимым условием внедрения системы управления стоимостью, являющейся признаком качества системы управления компанией. Полученный результат может быть объяснен активными процессами реструктуризации на предприятиях с более продолжительными планами. В периоды активной реконструкции предприятий происходит снижение основных показателей, таких, как выручка, рентабельность продаж, производительность труда, рентабельность активов.

Факт образования компаний выборки в процессе акционирования крупных и средних государственных компаний положительно отразился на всех анализируемых переменных эффективности на 5- и 1 %-м интервале. Этот факт довольно сложно трактовать, поскольку приватизированы были не только успешные компании, но и компании машиностроения, испытывающие в настоящее время трудности. Тем не менее можно предположить, что компании, образованные в процессе приватизации, к настоящему моменту имеют ряд технологических преимуществ (в ряде отраслей компаний, образованных инициативным путем, нет), например, понесенные в предыдущие периоды крупные фиксированные затраты уже окупались. Кроме того, на ранее образованных предприятиях может

играть роль факт покрытия затрат на реструктуризацию к периоду опроса.

Не нашло значительного статистического подтверждения положительное влияние принадлежности компаний к холдингам на ее конкурентоспособность — для всех показателей эффективности, кроме производительности труда, хотя для прочих переменных эффективности значение коэффициента при принадлежности к холдингам всегда имело положительный знак. Скорее всего, для выявления статистических закономерностей требуется большая выборка компаний с разделением ОАО на управляющие и рядовые компании. Для рядовых членов холдинги имеют значение источника дополнительных финансовых средств, маркетинговой и административной поддержки. К сожалению, объемы нашей выборки не позволили создать достаточных для анализа массивов данных.

Факт обладания известным на региональном, федеральном или мировом уровне брендом, который может свидетельствовать о рыночном успехе компании и значимых нематериальных активах (goodwills), к сожалению, не нашел статистически значимого подтверждения в регрессиях. С одной стороны, это может быть связано с незначительным количеством компаний, положительно ответивших на вопрос о наличии у них такого бренда, с другой — зачастую самооценка компаний по этой позиции не отражала объективную картину.

Среди факторов корпоративного управления, позитивно влияющих на все показатели эффективности работы компании, выделяется ведение отчетности по МСФО и GAAP. Как уже не раз отмечалось, внедрение международных стандартов отчетности является свидетельством качества собираемой управленческой информации и отражается на качестве разработки стратегических и инвестиционных решений. Кроме того, отчетность по МСФО является позитивным сигналом для иностранных инвесторов относительно прозрачности компании как объекта инвестирования.

Выделяется положительная связь производительности труда с долей государства в собственности компаний, в то время как с показателями ROE и ROA зависимость статистически незначительна. Нам представляется, что это еще одно подтверждение ранее высказанного тезиса о выполнении государством «защитных» функ-

ций. Инвестиционные показатели рентабельности использования капитала не явились характеристикой государства-собственника.

Доля физических лиц в капитале компаний продемонстрировала менее значимые зависимости с показателями эффективности, но стабильно с отрицательным знаком. Поскольку в данной группе не были выделены подгруппы (крупные сторонние физические лица, работники предприятия, менеджмент компаний), нельзя говорить однозначно о полученных результатах. С точки зрения теории доля инсайдеров должна быть негативно связана с эффективностью компании, а доля крупных аутсайдеров — положительно. В то же время для российских компаний были получены и обратные результаты, равно как и нелинейные зависимости.

Доля нефинансовых юридических лиц позитивно повлияла на показатели эффективности компаний. Это может быть проявление положительного влияния интеграции на конкурентоспособность российских компаний.

Положительное, хотя и не всегда статистически значимое влияние на эффективность компании оказывают характеристики работы совета директоров, такие, как наличие должности корпоративного секретаря, развитость комитетов и наличие независимых директоров. Нам представляется этот факт важным с точки зрения перспектив развития корпоративного управления в компаниях. Здесь, правда, может проявиться обратный эффект: на уже успешных предприятиях, нуждающихся в привлечении сторонних инвестиций для развития бизнеса, как правило, развиваются советы директоров. Развитие советов, как было выяснено ранее, характерно для интегрированных компаний, представляющих конкурентоспособный сектор экономики. В целом принадлежность к группе компаний отразилась положительно на технологической эффективности компании. Такие характеристики агентской природы совета, как смена состава по инициативе акционеров, разделение менеджмента и совета директоров, не нашли подтверждения в количественных оценках.

Позитивно влияет на работу компаний привлечение квалифицированных менеджеров. Уровень квалификации измеряется образованием высших руководителей компании. Этот результат согласуется с теорией и отражает качество принимаемых в компании

решений. Факт смены менеджеров по инициативе собственников не получил статистически значимых оценок. Возможно, компании стараются скорее улучшить качество имеющегося менеджмента, чем менять его. Это может быть проявлением сильных механизмов «окапывания» менеджеров.

Выплата дивидендов, как и ожидалось, не влияет значительно на показатели эффективности работы компаний, так как скорее связана с подготовкой к эмиссии ценных бумаг.

В итоге, несмотря на то, что важные зависимости удалось получить не по всем переменным, количественные оценки подтвердили сделанные ранее качественные выводы, при этом они позволяют сделать прогноз относительно перспектив развития внутренних механизмов корпоративного управления в российских компаниях.

Так называемыми «точками роста» в развитии внутренних механизмов корпоративного управления, по-нашему мнению, должны стать совет директоров и внутренняя прозрачность бизнеса, которые наиболее ощутимо сказываются на эффективности работы компаний. Крупные собственники, получившие рычаги влияния в компаниях, пытаются разобраться в том, как вести бизнес, а также как повысить его конкурентоспособность. Следуя логике модели жизненного цикла компании И. Адизеса (Ивашковская, Константинов, Филонович, 2004), российский корпоративный бизнес переживает в ряде случаев «дилемму профессионализма», когда в управлении используется наемный менеджмент и происходит разделение власти и управления, а в ряде случаев «дилемму собственника», когда происходит привлечение внешних инвестиций. Как первая, так и вторая фазы развития бизнеса требуют использования механизмов корпоративного управления, причем не формального, как это было до недавнего времени, а реального, для которого ясно видна отдача на вложенные средства. Подобные подвижки в развитии институтов корпоративного поведения отражают реализацию становящегося контроля внешних крупных собственников.

Для усиления конкурентных позиций уральских компаний на товарных рынках и повышения их привлекательности как объектов инвестирования собственникам, потенциальным инвесторам и

менеджерам компаний можно порекомендовать учитывать следующие факторы.

В отношении работы совета директоров: следует использовать институт независимых директоров, хотя абсолютное число независимых директоров не является показателем качества работы совета. Введение должности корпоративного секретаря позитивно сказывается на работе совета и компании в целом, поскольку повышает уровень компетентности принятия решений советом и облегчает процесс согласования позиций сторон. Большое число комитетов в совете не является на сегодня свидетельством серьезного повышения качества работы совета, наличие комитетов скорее является формальной характеристикой или слабым сигналом для рынка о качестве корпоративного управления.

В отношении информационной открытости компании: к позитивным сдвигам в отношениях с инвесторами может привести не столько количество каналов распространения информации, сколько количество и качество самой информации о компании.

В отношении эффективной собственности: доля государства в собственности компаний является для инвесторов признаком стабильности компаний. Другим фактором стабильности и потенциала роста компании является внешняя собственность в рамках процессов корпоративной интеграции.

В отношении применения квалифицированных команд наемных менеджеров: в региональных компаниях наметилась тенденция к более активному их использованию как фактора повышения эффективности. При этом значимыми являются не только формальные свидетельства их управленческого таланта, но и относительно молодой возраст.

Гольцман М. М. Эмпирический анализ смены менеджеров в российских фирмах: Препринт № BPS/00/0355. М.: Рос. эконом. шк., 2000.

Гуриев С. и др. Корпоративное управление в российской промышленности / С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский, С. Цухло. М.: МОНФ, Рос. эконом. шк., 2003. (Сер. Науч. докл.: независим. эконом. анализ; № 149).

Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации // Рос. журн. менеджмента. 2004. № 4. С. 19–34.

Ивашковская И., Степанова А. Влияние структуры собственности на корпоративную эффективность в условиях растущего рынка капитала // Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль совета директоров. М.: Изд-во «Европа», 2008. С. 63–67.

Ильичук К. В. Эконометрический анализ связи между структурой совета директоров и эффективностью предприятий в российской экономике: Автореф. дис. ... канд. эконом. наук. М.: Эконом. фак. МГУ, 2007.

Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопр. экономики. 2001. № 12. С. 103–124.

Капелюшников Р., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Там же. 2005. № 2. С. 53–68.

Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: (Анализ «голубых фишек» фондового рынка) // Эконом. журн. Высш. шк. экономики. 2000. Т. 4, № 4. С. 475–504.

Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ «голубых фишек» фондового рынка. М.: РПЭИ, 2002.

Муравьев А. А. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях // Рос. журн. менеджмента. 2003. Т. 1, № 1.

Радыгин А. Д., Энтов Р. М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ: Науч. тр. ИЭПП. М.: ИЭПП, 2001. № 36.

Структурные изменения в российской промышленности / Под ред. Е. Г. Ясина. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2004.

Bai C.-E. et al. Corporate Governance and Market Valuation in China / C.-E. Bai, Q. Liu, J. Lu, F. M. Song, J. Zhang // J. of Comparative Economics. 2004. Vol. 32(4). P. 599–616.

Beiner S. et al. An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation / S. Beiner, W. Drobetz, M. Schmid, H. Zimmermann. Working paper. University of Basel, 2005.

Bhagat S., Black B. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance // The Business Lawyer. 1999. Vol. 54. P. 921.

Black B. Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States / Ed. by P. Newman // The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. 1998.

Black B. The Corporate Governance and Market Value of Russian Firms // Emerging Markets Rev. 2001. Vol. 2. P. 89–108.

Black B., Love I., Rachinsky A. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. CEFIR working paper WP53E, 2005.

Brown L., Caylor M. Corporate Governance and Firm Valuation. Working paper. Georgia State University, 2005.

Brown D., Earle J. Privatization, Competition and Perform Strategies: Theory and Evidence from Russian Enterprise Panel Data // SITE Working Papers. 2001. № 159.

Dalton D. R. et al. Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance / D. R. Dalton, C. M. Daily, A. E. Ellstrand, J. L. Johnson // Strategic Management J. 1998. Vol. 19. P. 269–290.

Demsetz H., Villalonga B. Ownership Structure and Corporate Performance // J. of Corporate Finance. 2001. Vol. 7. P. 209–233.

Erickson, Whited. Measurement Error and the Relationship between Investment and q // J. of Political Economy. 2000. Vol. 108(5). P. 1027–1057.

Gompers P., Ishii J., Metrick A. Corporate Governance and Equity Prices // The Quarterly J. of Economics. 2003. Vol. 118(1). P. 107–155.

Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economics Rev. 1986. Vol. 76. P. 323–329.

Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // J. of Financial Economics. 1976. Vol. 3. P. 305–360.

Klapper L. F., Love I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets // J. of Corporate Finance. 2004. Vol. 10. P. 287–322.

Lease R., McConnel J., Mikkelsen W. The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations // J. of Financial Economics. 1983. Vol. 11. P. 439–471.

Meggison W. Restricted Voting Stock, Acquisition Premiums and the Market Value of Corporate Control // The Financial Rev. 1990. Vol. 24. P. 175–198.

Millstein I. M., MacAvoy P. W. Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation // Columbia Law Rev. 1998. Vol. 98.

Muravyov A. Top Executive Turnover in Russian Companies: Determinants, Management Succession, and Outcomes. M.: RECEP. Mimeo, 2001.

Rachinsky A. Corporate Governance and Valuation of Russian Firms. M.: CEFIR, 2003.

Rydqvist K. The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games. EFI publishing company; Stockholm School of Economics, 1987.

Yermack D. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors // The J. of Financial Economics. 1996. Vol. 40. P. 185–211.

Zingales L. The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience // Rev. of Financial Studies. 1994. Vol. 7. P. 125–148.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сложившиеся к 2000 г. в России условия ведения бизнеса, характеризующиеся недостаточной защитой прав собственности, вызвали к жизни модель концентрированной собственности, подкрепленной участием доминирующего собственника в управлении компанией. Сращивание владения и управления не могло создать спроса на применение стандартов корпоративного управления.

Вызовы внешней среды, важнейшими из которых стали корпоративная интеграция, глобализация и рост российской экономики, изменили мотивы инвесторов и, как следствие, модель корпоративного контроля. Внешний контроль стал вытеснять доминирование инсайдеров, но концентрация собственности, как характеристика контроля, осталась неизменной.

Сохранение высокой концентрации собственности стало самой действенной формой защиты прав собственности в российских условиях. Наибольшее распространение новая модель получила в рядовых компаниях интегрированного бизнеса. На средних и мелких независимых предприятиях сохраняется значимое присутствие модели контроля со стороны «кооператива менеджеров».

Концентрированный контроль, независимо от типа доминирующего собственника, оказался одной из важнейших черт региональных компаний. Широкое использование этого инструмента защиты прав собственности дополняется на уровне региона большой долей государственного участия. Наличие государства в собственности обеспечивает стабильность состава акционеров. Владельцы регионального бизнеса стремятся защитить себя от недружественного поглощения со стороны более сильных федеральных компаний. Государство также заинтересовано в сохранении компаний регионального подчинения для использования ресурсов бизнеса в решении социально-экономических проблем региона.

Высокую концентрацию собственности в региональном бизнесе поддерживают интеграционные процессы. Но эти процессы распространены в российской экономике в целом и не могут рассматриваться как региональная специфика.

Несмотря на крепкие позиции контролирующих инсайдеров, получает распространение модель внешнего контроля. В первую очередь это происходит за счет интегрированных структур. Крупнейшие внешние акционеры, в состав которых входит и государство, оказываются отделенными от управления. Это является главным условием развития и повышения спроса на внутренние механизмы корпоративного управления.

Тем не менее нельзя утверждать, что внешний концентрированный контроль стал преобладающей моделью контроля в региональном корпоративном секторе. Об этом свидетельствуют низкие оценки применения отдельных механизмов корпоративного управления, которые получают российские АО. Причиной тому служит не всегда подлинно аутсайдерская позиция не работающего в компании крупного акционера. Будучи стратегическим инвестором, заинтересованным в эффективности использования капитала компании, мажоритарный собственник включается в работу совета директоров и приобретает характеристики инсайдера. Сохранение внутреннего формального или неформального контроля демонстрирует значимость в глазах инвесторов этого инструмента защиты своих прав. В первую очередь склонность к построению модели внутреннего контроля демонстрируют физические лица — владельцы независимых региональных компаний.

Концентрация собственности поддерживается еще и тем фактом, что доминирующему собственнику оказывается достаточно меньшего пакета для контроля над АО, особенно в случае инсайдерского контроля. Это удешевляет контроль по сравнению с аутсайдерской моделью. Аргумент стоимости играет существенную роль в выборе инвесторов. В качестве дополнительных рычагов влияния крупный собственник использует механизм совета директоров.

Концентрированная внешняя собственность, не будучи еще полностью сформированной по таким важным характеристикам, как отсутствие сращивания менеджмента с советом и крупных владельцев с советом, вызывает неравномерное развитие механизмов корпоративного управления.

Приоритетными для модели внешнего контроля стали совет директоров и информационная прозрачность бизнеса, причем в первую очередь внутренняя прозрачность. При этом обоим меха-

низмам корпоративного управления придается дополнительное значение — инструментов стратегического управления.

Спрос на эффективно работающий совет директоров оказывают в первую очередь интегрированные компании с наиболее выраженной моделью внешнего контроля. Потребность в дополнительном координирующем органе восполняет совет. Самыми часто встречающимися характеристиками работы совета на сегодня являются специализированные комитеты, позволяющие повысить качество принимаемых решений, и должность корпоративного секретаря, также повышающего профессионализм работы совета и регулирующего корпоративные споры. Наличие независимых директоров не является приоритетной характеристикой совета. Крупные собственники не заинтересованы в подлинной независимости директоров. Для низкотранспарентных региональных компаний даже инвестиционная деятельность не является достаточным аргументом для распространения неаффилированных директоров.

Инвестиционная деятельность вообще не является достаточным условием для развития информационной прозрачности и дивидендной политики. Только в случае привлечения инвестиций за счет выпуска ценных бумаг транспарентность компаний повышается. Дивидендная политика при этом не реагирует даже на структуру капитала. Она в основном связана в компаниях с участием государства. В роли собственника государство следит за соблюдением не только своих имущественных интересов, но и гарантирует их реализацию миноритарным акционерам, тем самым выступая в качестве стейкхолдера. Крупный частный инвестор не заинтересован в выплате дивидендов. Свой доход он может получить, используя денежные потоки компании на стадии формирования прибыли, а не распределения.

Наибольший спрос на внутренние механизмы корпоративного управления оказывает интегрированный бизнес благодаря сложившемуся внешнему контролю. В интегрированных структурах процессы повышения качества управления компанией и корпоративного управления идут параллельно. В холдингах наблюдается более широкое распространение международных стандартов финансовой отчетности, системы управления рыночной стоимостью, высокий уровень профессионализма менеджеров. Кроме того, холдинги де-

монстрируют высокую инвестиционную активность. Именно они становятся крупнейшими эмитентами, что является дополнительным фактором распространения корпоративных стандартов.

С увеличением своих экономических границ холдинги становятся менее подконтрольны региональному государству, хотя сотрудничество с государством не прекращается. Оно оформляется на уровне работы госчиновников в советах управляющих компаний. Низкая доля региональных властей в структуре собственности крупных холдингов ослабляет и позицию региона как стейкхолдера в отношении интегрированного бизнеса.

В ситуации с независимыми региональными компаниями большую роль играет влияние государства и как собственника, и как регулятора. В то же время круг компаний, находящихся под контролем регионального государства, сокращается из-за снижающихся бюджетных возможностей регионов. В связи с изменением роли регионального государства можно прогнозировать изменение фундаментального фактора модели корпоративного управления — структуры собственности. При сохранении концентрированного контроля мы можем прогнозировать увеличение доли внешних собственников не столько за счет доли менеджеров, сколько за счет доли государства. Можно предположить более активное использование государством советов директоров частных компаний для реализации им как функций собственника, так и регулятора. Государство также будет продолжать выступать в роли поставщика норм корпоративного управления на уровне региональных компаний.

Принципиально важно только, чтобы поставки стандартов лучшей практики не носили формализованный характер. Условием для реального развития механизмов корпоративного управления является наличие у собственников, принимающих решения, мотивации на развитие компании. Это возможно при общей благоприятной экономической ситуации и конкурентной среде бизнеса. Тогда механизмы корпоративного управления могут использоваться для привлечения инвестиционных средств и большей управляемости бизнеса, а при росте числа внешних инвесторов — для защиты их интересов. Таким образом, основные условия развития механизмов корпоративного управления сейчас находятся не внутри, а вне акционерных компаний, в их макроокружении.

ОПИСАНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ, ПРИНЯВШИХ УЧАСТИЕ В ОБСЛЕДОВАНИИ

Изначальное бюджетное ограничение в финансировании полевых работ определило выбор в качестве единиц опроса только открытых акционерных обществ, для которых важны вопросы корпоративного управления. Кроме того, мы стремились представить специфические характеристики процессов, происходящих в региональных корпорациях. Для этого мы намеренно избегали сверхкрупных компаний, ведущих свой бизнес на общероссийском уровне.

Опрос проводился методом глубинного формализованного интервью руководителей ОАО либо членов совета директоров или руководителей служб, отвечающих за вопросы корпоративного управления в компании. На выбор респондента были наложены ограничения. Респондентом могли стать генеральный директор (председатель правления) компании, первые заместители генерального директора (вице-председатели правления), его заместители по экономике, финансам, корпоративному управлению или же председатель совета директоров. В наиболее крупных компаниях респондентом мог быть руководитель департамента по корпоративному управлению, по работе с акционерами (инвесторами) или иной аналогичной службы. Не допускалось привлечение в качестве респондента главного бухгалтера, главного инженера, заместителей директора по персоналу и производственно-технологическим вопросам. Требование соответствия запрошенному должностному положению респондента являлось пороговым и обязательным при принятии первичных материалов исследования, поскольку респондент должен быть компетентным и правомочным давать ответы на вопросы по отношениям собственности, инвестиционной деятельности, стратегическим планам и т. д. На каждом предприятии проводилось только одно интервью и заполнялась одна анкета для samozаполнения (табл. 1).

Полевые работы проводились фондом «Социум» — региональным лидером в социологических исследованиях. Доступ к предприятиям осуществлялся при административной поддержке аппарата представителя президента РФ по УрФО.

Интервью были проведены в течение января — марта 2006 г. в Свердловской, Тюменской и Челябинской областях. Опрос проводился методом глубинного формализованного интервью на основе вопросника по 78 вопросам. Остальные ответы были вынесены в бланк для автозаполнения. Время опроса одного респондента колеблется от 50 мин до

Таблица 1

Должностная характеристика респондентов

Занимаемая должность	Доля ответивших ОАО, %
Председатель совета директоров	4
Член совета директоров	18
Генеральный директор	24
Заместитель генерального директора	47
Руководитель департамента по корпоративному управлению	7
<i>Всего</i>	100

1 ч 15 мин. Доля определенных ответов в основной базе данных составила в среднем 95 %, в бланке для самостоятельного заполнения — не более 80 % (160 вопросов). Вопросы задавались в ретроспективе с 2003 по 2006 г.

Основные блоки интервью:

I. Данные о смене высшего руководства (в динамике), об оплате труда и уровне образования топ-менеджера.

II. Практика выплаты дивидендов (в динамике).

III. Состав и функции совета директоров (в динамике).

IV. Информационная прозрачность.

V. Инвестиционная и эмиссионная деятельность.

VI. Самооценка респондентами практики корпоративного управления на предприятии.

Основные блоки анкеты для самозаполнения:

I. Регистрационные данные, включая структуру и концентрацию собственности (в динамике: на момент акционирования и за три года, предшествовавших опросу).

II. Отдельные финансово-экономические показатели работы компаний, включая показатель капитализации и рыночной стоимости компаний (в динамике за три года, предшествовавших опросу).

В исследовании приняли участие 104 открытых акционерных общества Свердловской области. К сожалению, 6 из них не могли быть включены в базу данных после анализа качества ответов на вопросы глубинного интервью и анкет для самозаполнения. В итоге анализируемая выборка состоит из 98 предприятий.

Предприятия, отобранные для обследования, удовлетворяли следующим трем признакам: отраслевая принадлежность (в выборку не вош-

ли сельхозпредприятия и предприятия ТЭК), размер (по численности занятых), а также организационно-правовая форма — ОАО.

В общей численности зарегистрированных в Уральском федеральном округе предприятий ОАО, попавшие в выборку, занимают 0,3 %, хотя производят треть промышленной продукции Урала, что свидетельствует о попадании в выборку в основном крупных предприятий с незначительной долей сверхкрупных компаний (табл. 2).

Таблица 2

**Доля предприятий выборки в общем количестве
зарегистрированных предприятий генеральной совокупности***

Территория	Число предприятий и организаций (на конец года)		Доля предприятий выборки в общем количестве предприятий, %	
	2003	2004	2003	2004
Российская Федерация	4 149 815	4 417 074	0,0024	0,0022
Уральский федеральный округ	310 923	335 035	0,0315	0,0293

* Источник: Росстат, 2005. С. 352–355; расчеты авторов.

Предприятия, попавшие в выборку, расположены в Свердловской области, при этом более половины выборки приходится на Екатеринбург (62 %) по причине высокой концентрации АО в столице УрФО и территориальной близости, что упрощало контроль и удешевляло исследование (табл. 3).

Для опроса были выбраны в основном предприятия с численностью занятых более 100 человек специально для того, чтобы избежать включения в выборку малых предприятий, для которых вопросы корпоративного управления незначимы. В то же время отраслевая специфика некоторых компаний (например, финансовые услуги, отраслевые научно-исследовательские институты) определила незначительное число работников, но не менее 84. Средний показатель, рассчитанный на основе данных о среднесписочной численности работников, составил 2957 человек. Самые крупные предприятия: 30 990 (ОАО «СУАЛ», Каменск-Уральский) и 30 653 (ОАО «Нижнетагильский металлургический комбинат НТМК», Нижний Тагил) (табл. 4).

Таблица 3

Месторасположение предприятий выборки

Месторасположение	Количество предприятий	Доля от ответивших предприятий, %
Екатеринбург	61	62, 24
Города Свердловской области	28	28,57
Тюмень	5	5,10
Челябинск	4	4,09
<i>Всего</i>	98	100,00

Таблица 4

Размер предприятий выборки

Среднесписочная численность работников, чел.	Доля от общего числа предприятий выборки, %
До 100	6,45
100–299	19,35
300–599	6,45
600–999	6,45
1000–2999	41,94
3000 и более	19,35
<i>Всего ОАО</i>	98

В выборке большая доля приходится на крупные компании с числом занятых от 1000 до 3000, для которых вопросы корпоративного управления являются реально значимыми.

Сравнение с генеральной совокупностью по показателю среднесписочной численности персонала в промышленности показывает достаточность сделанной случайной выборки как по Уралу, так и в целом по России: для региона доля занятых составляет 9,35 % на 2004 г. от общей численности, а по России — 1,09 %. Рост показателя среднегодовой численности персонала свидетельствует о процессах укрупнения предприятий выборки (табл. 5).

Средний показатель, рассчитанный на основе данных о среднесписочной численности работников, составил 2617 (2003), 2216 (2004), 3039 (2005) человек. Подобное колебание в среднем показателе по годам свидетель-

Среднегодовая численность промышленно-производственного персонала по генеральной совокупности и выборке предприятий, попавших в опрос*

Массив данных	2003	2004
Российская Федерация, тыс. чел.	12 384	11 977
УрФО, тыс. чел.	1 456	1 400
Выборка уральских ОАО	129,52	130,84
Доля выборки в УРФО, %	8,90	9,35
Доля выборки в России, %	1,05	1,09

* Источник: Росстат, 2005. С. 356–359; расчеты авторов.

ствуется, во-первых, о фактическом изменении численности сотрудников предприятий по причинам, связанным с расширением/сокращением деятельности, процессами слияний и поглощений; особенно это заметно по последнему году отчетности, где средний показатель вырос на 37,1 %. Второй причиной столь резких колебаний показателя среднесписочной численности представляется ненадежность этого показателя, столь значимым образом влияющего на налогообложение предприятий. В связи с этим многие авторы отмечают недостаточность использования показателя среднесписочной численности для оценки размеров компаний.

По нашему мнению, активы отечественных компаний также не могут служить достаточным индикатором размера, поскольку во многих случаях ненадежна оценка фондов предприятия и реального их использования. В связи с этим наиболее надежным показателем, отражающим истинное положение компании на отраслевом рынке, нам представляется показатель оборота (табл. 6).

По обороту промышленные предприятия, попавшие в выборку, занимают меньшую долю, нежели по показателю среднесписочной численности, что свидетельствует о более низкой производительности труда на предприятиях выборки по сравнению с генеральной совокупностью. Причина — в отсутствии в выборке предприятий нефтегазового комплекса, традиционно демонстрирующих высокие показатели эффективности работы компаний. Кроме того, в выборке большую долю занимает традиционно низкорентабельное машиностроение — ведущая отрасль региона. Сыграла свою роль и ухудшившаяся ситуация в черной металлургии. В целом же можно сказать, что в выборку попали не только и не столько отраслевые лидеры и голубые фишки, сколько средние по пока-

Таблица 6

**Оборот предприятий промышленности по генеральной
совокупности и выборке предприятий, попавших в опрос**

Оборот организаций (юрид. лиц) по отраслям промышленности, млн руб.	2003	2004	Доля предприятий выборки в обороте всех предприятий России, %	
			2003	2004
Вся промышленность	7 149 356	9 433 184	6,57	6,30
В том числе:				
электроэнергетика*	861 746	1 034 905	0,00	0,00
топливная промышленность	1 480 450	2 174 073	0,00	0,00
черная металлургия	715 675	1 162 372	8,34	1,63
цветная металлургия	574 103	732 088	68,86	67,47
химическая и нефте- химическая промыш- ленность	417 930	523 165	0,77	0,59
машиностроение и металлообработка	1 409 126	1 738 456	0,19	0,16
промышленность строительных материалов	190 895	242 836	0,97	1,55
легкая промышле- ность	94 335	102 592	0,11	0,09
пищевая промыш- ленность	885 994	1 096 733	0,26	0,28

*Расчет для предприятий ТЭК не производился по причине отсутствия данных по предприятиям, попавшим в выборку. Источник: Росстат, 2005; расчеты авторов.

зателям эффективности компании, составляющие основной массив региональных предприятий.

Предприятия выборки являются основой региональной экономики: в децильном выражении 9,5 % всех занятых в округе производят треть (32,76 %) всей промышленной продукции региона.

В целом выборка повторяет генеральную совокупность, за исключением трех отраслей: значительно преобладает металлургия за счет пред-

приятий цветной металлургии, недостаточно представлены машиностроительные предприятия и предприятия лесной и деревообрабатывающей промышленности (табл. 7).

Таблица 7

**Распределение предприятий по отраслям промышленности:
сопоставление статистических данных
и обследования предприятий, % к числу предприятий***

Отрасль промышленности	Промышленные предприятия выборки ОАО	Генеральная выборка промышленных АО	Совокупность действующих предприятий	
	1	2	3	4
Топливо-энергетический комплекс	2	2,9	2,8	3,2
Металлургия (черная и цветная)	20	2	2	2,3
Машиностроение и металлообработка	20	32,4	32,1	36,5
Химическая промышленность	5	5,7	5,2	6
Легкая и пищевая промышленность	11	21	24,2	27,6
Строительство, про- мышленность строи- тельных материалов	18	19,1	6,2	7
Прочие отрасли	7	1,6	12,1	0

* Источник: данные на конец 2004 г. (Росстат, 2005. С. 185–205). Расчет в графе 2 сделан по генеральной выборке промышленных предприятий в УрФО, в графе 3 — применительно ко всем 151 тыс. отчитавшихся в 2004 г. предприятиям промышленности, а в графе 4 — применительно к 136 тыс. предприятий включенных в выборку отраслей промышленности.

Более полное представление отраслей выборки, куда включены не только промышленные предприятия, показывает, что отраслевая структура выборки соответствует распределению отраслей в Уральском регионе, где преобладают машиностроение, черная и цветная металлургия, а

также развиты инфраструктура, оборонный комплекс и НИОКР. Отклонения по количеству предприятий незначительны. Это связано с высокой концентрацией предприятий данной отрасли вблизи Екатеринбурга. Существенно меньшая доля АО в лесной и целлюлозно-бумажной промышленности объясняется территориальной удаленностью большинства предприятий, а также преобладанием малого бизнеса, в том числе и обществ с ограниченной ответственностью, которые не могли войти в нашу выборку вследствие установленных априори ограничений. В число прочих отраслей вошли финансовые услуги (банки), предприятия ЖКХ и отраслевые научно-исследовательские учреждения (табл. 8).

Таблица 8

**Отраслевая принадлежность основного вида деятельности
предприятий — участников исследования**

Отрасль	Количество предприятий выборки
Черная металлургия	6
Цветная металлургия	14
Машиностроение и металлообработка	20
Легкая и пищевая промышленность	11
Химическая промышленность	5
Строительство и промышленность стройматериалов	18
Транспорт и связь	10
Торговля	7
Прочие	7
<i>Всего</i>	98

На основе информации об отраслевой принадлежности предприятия можно разделить на четыре основных типа: наиболее многочисленный — базовые отрасли (46 % выборки), легкая и пищевая промышленность — 11 предприятий выборки, строительство и промышленность стройматериалов — 18 % выборки, транспорт и связь — 10 % выборки, торговля — 7 % выборки. В последующем из анализа были удалены компании топливно-энергетического комплекса по причине неполноты представленных данных, в итоге основные расчеты велись по массиву из 98 ОАО.

История становления акционерных компаний накладывает свой отпечаток на качество корпоративных отношений: по-разному складываются структура собственности, принципы решения конфликта интересов на предприятии, практика стратегического управления и другие вопросы корпоративных отношений для бывших государственных, ныне приватизированных предприятий и для предприятий, образованных инициативным способом. Для нашего опроса доля крупных приватизированных предприятий занимает 38 % выборки, что отражает отраслевую принадлежность предприятий и их размер. Остальные были образованы инициативным способом либо преобразованы в ОАО (табл. 9).

Таблица 9

Способ образования ОАО выборки

Способ образования предприятия	Количество ОАО	Доля в выборке, %
Создано в ходе приватизации	38	38,8
Учреждено как ОАО	37	37,8
Преобразовано в ОАО в результате реструктуризации	23	24,4
<i>Всего</i>	98	100

В связи с высокой долей приватизированных ОАО основное время образования опрошенных компаний приходится на пик приватизации — 1992–1994 гг. Последующие переделы собственности привели к активности в образовательном процессе в 2001 г. В то же время наблюдаются и остатки приватизационных процессов в виде продажи закрепленных государственных пакетов позднее основной волны приватизации: по одному предприятию в 1998, 2002, 2004 гг. (табл. 10).

Число ОАО, чьи ценные бумаги (акции или облигации) представлены на российских или зарубежных биржах, не превышало на момент опроса 22. Это характерная ситуация для региональных компаний: большинство ОАО выборки являлись неторгуемыми компаниями, для которых не существовало рыночной оценки стоимости компании (табл. 11).

Одним из важнейших факторов развития российского в целом и регионального бизнеса в частности стали интеграционные процессы, сопровождающиеся формированием бизнес-групп. Поэтому опрос был нацелен на выявление типов предприятий с учетом их участия в группах компаний, основанных на имущественных связях. Характерной чертой уральской промышленности является высокая степень вертикальной и

Таблица 10

Дата образования ОАО выборки

Год образования	Создано в ходе приватизации	Учреждено как ОАО	Преобразовано в ОАО	Общее количество образованных ОАО
1992	14	13	1	28
1993	14	2	6	22
1994	6	1	4	11
1995	1	1	0	2
1996	0	2	4	6
1997	0	2	0	2
1998	1	2	1	4
1999	0	1	3	4
2000	0	5	0	5
2001	0	6	1	7
2002	1	0	2	3
2003	0	2	1	3
2004	1	0	0	1

Таблица 11

Фондовая активность предприятий выборки

Котировка акций	Количество ответивших ОАО	Доля от общего числа предприятий выборки, %
Акции котируются	22	22,45
В том числе:		
на РТС	10	10,20
на ММВБ	5	5,10
на иностранных торговых площадках	5	5,10
Акции не котируются	76	77,55

горизонтальной интеграции, что связано с отраслевой спецификой региона. Металлургические холдинги — ярчайший пример вертикальной интеграции с целью сокращения конкуренции на отраслевых рынках при монополизации доступа к сырьевой базе. Для машиностроения интеграция является в первую очередь способом повышения финансовой устойчивости группы компаний, хотя технологический аргумент также является важным для принятия решений об интеграции (табл. 12).

Таблица 12

Распределение ОАО по участию в бизнес-группе*

Тип предприятия по принадлежности к бизнес-группе	Число предприятий выборки
Автономные компании	49
Управляющие компании	18
Рядовые члены группы	29
<i>Всего ОАО</i>	96

* На вопрос о принадлежности к группе не был получен ответ от двух предприятий выборки.

Под управляющей компанией понимались также головные и материнские предприятия в зависимости от индивидуальных особенностей образования групп. Автономными считались компании, не входящие в группу компаний. В результате оказалось, что чуть меньше половины компаний выборки (47 ОАО) ответили положительно на вопрос об участии в группах, из числа последних рядовыми членами группы являются 29 и 18 ОАО — головные или управляющие компании холдингов, что подтверждает тезис о распространенности интеграции как способа повышения конкурентоспособности компаний.

По отраслевой принадлежности бизнес-группы в нашей выборке, где отсутствуют предприятия ТЭК, в основном принадлежат базовым отраслям, таким как машиностроение и металлургия. Традиционно высок уровень интеграции среди предприятий связи. Демонстрируют распространение бизнес-групп и другие отрасли, где в состав объединений входят не крупные предприятия — пищевая промышленность. Высокая доля интегрированных компаний наблюдается в производстве строительных материалов и химической промышленности. При этом размер холдингов варьируется по отраслям: крупнейшие холдинги представлены в металлургии, химической промышленности и связи. Остальные отрасли

не насчитывают большого количества предприятий, объединенных в группы.

Завершая анализ, проиллюстрируем итоговое совместное распределение выборочной совокупности по двум параметрам создания: отраслям и размеру. Данные показывают, что ОАО чаще встречаются в базовых отраслях промышленности, для них характерны интеграционные процессы, большая численность занятых и преобладание имущественных отношений в группе.

ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСА ПРЕДПРИЯТИЙ

Таблица 1

Распределение акционерного капитала на предприятиях выборки, %

Тип собственника	На момент создания		2002		2005		2006	
	Охват выбор- ки	Средний пакет акций	Охват выбор- ки	Средний пакет акций	Охват вы- борки	Средний пакет акций	Охват выбор- ки	Средний пакет акций
Государство	67,6	38,9	36,6	48,6	34,5	39,2	32,7	40,9
Работники	54,4	50,3	56,6	29,2	62,1	22,5	61,8	21,3
Администрация	19,1	8,8	15,0	13,4	43,1	17,2	41,8	18,9
Сторонние физические лица	35,3	22,1	43,3	27,1	56,9	27,4	52,7	27,0
Банки	1,5	10,0	1,6	85,0	10,3	42,8	10,9	41,8
Инвестиционные фонды	8,8	5,9	3,3	4,1	8,6	9,8	5,4	10,5
Нефинансовые юридические лица	26,5	36,6	53,3	50,9	44,8	32,1	47,2	29,1
В том числе: группа компаний	н/д	н/д	13,7	42,7	18,9	37,8	18,1	44,0
Иностранные инвесторы	3,9	20,7	1,6	28,7	6,9	44,2	7,2	44,2
Прочие	33,3	36,7	36,6	48,7	46,5	22,5	47,2	27,6
<i>Всего ответивших ОАО</i>		68		55		58		55

Распределение собственности на предприятиях выборки по отраслям в 2006 г., %

Охват и доля в уставном капитале	Тип собственника							
	Госу- дар- ство	Члены трудо- во кол- лектива	Адми- нист- рация	Сторон- ние фи- зические лица	Юридичес- кие лица нефинансо- вого типа	Банки и прочие финансовые структуры	Иност- ранные инвес- торы	Прочие инвесто- ры
Черная металлургия								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	8,3	20,4	22,3	15,0	30,0	0,0	0,0	4,0
Средняя доля, %	25,0	30,5	22,3	22,5	45,0	0,0	0,0	12,0
Цветная металлургия								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	21,6	4,0	4,7	5,8	30,3	13,5	11,4	8,7
Средняя доля, %	37,8	4,7	8,2	6,8	26,5	94,7	80,0	12,1
Машиностроение								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	17,9	6,5	14,9	6,6	21,4	11,8	3,8	17,1
Средняя доля, %	43,0	11,1	22,4	15,9	28,6	28,3	23,0	34,1
Лёгкая и пищевая промышленность								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	16,8	13,7	19,4	5,7	27,6	0,1	0,0	16,7
Средняя доля, %	39,1	24,1	34,0	9,9	64,0	1,0	0,0	39,0

Охват и доля в уставном капитале	Тип собственника							
	Госу- дар- ство	Члены трудо- вого кол- лектива	Адми- нист- рация	Сторон- ние фи- зические лица	Юридичес- кие лица нефинансо- вого типа	Банки и прочие финансовые структуры	Иност- ранные инвес- торы	Прочие инвес- торы
Строительство и производство стройматериалов								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	10,0	25,6	10,7	16,8	24,5	2,2	5,6	4,6
Средняя доля	30,0	25,7	19,4	21,6	44,3	20,0	51,0	10,4
Транспорт и связь								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	21,5	16,0	29,0	21,6	0,0	0,0	0,0	11,9
Средняя доля	43,0	21,3	38,7	42,5	0,0	0,0	0,0	49,0
Торговля								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	2,4	17,1	16,7	44,9	4,5	0,0	0,0	14,4
средняя доля, %	14,5	51,4	95,4	89,9	13,5	0,0	0,0	43,1

Охват и доля в уставном капитале	Тип собственника							
	Госу- дар- ство	Члены трудо- во- го кол- лектива	Адми- нист- рация	Сторон- ние фи- зические лица	Юридичес- кие лица нефинансо- вого типа	Банки и прочие финансовые структуры	Иност- ранные инвес- торы	Прочие инвес- торы
Химическая промышленность								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	16,9	14,7	31,1	3,6	22,2	0,0	0,0	11,5
Средняя доля	38,0	11,0	70,0	4,0	50,0	0,0	0,0	26,0
Финансы								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	0,0	20,0	13,0	30,0	37,0	0,0	0,0	0,0
Средняя доля	0,0	6,7	13,0	10,0	37,0	0,0	0,0	0,0
Коммунальное хозяйство								
Доля предприятий, которые охватывает собственник, %	1,5	10,0	0,0	16,5	12,5	0,0	0,0	60,0
Средняя доля, %	1,5	20,0	0,0	35,0	25,0	0,0	0,0	60,0

Таблица 3

**Распределение собственности предприятий разной величины
на момент создания, % от уставного капитала**

Тип собственника	Типы предприятий, выделенные на основании среднесписочной численности работников					
	Мелкие (до 300 чел.)		Средние (от 300 до 1000 чел.)		Крупные (1000 чел. и более)	
	Доля предприя- тий, кото- рые охва- тывает собствен- ник, %	Сред- няя доля, %	Доля предприя- тий, кото- рые охва- тывает собствен- ник, %	Сред- няя доля, %	Доля предприя- тий, кото- рые охва- тывает собствен- ник, %	Сред- няя доля, %
Государство	21,9	47,0	21,6	43,1	23,4	46,8
Физические лица, всего	53,7		55,2		34,5	
В том числе						
члены						
трудо- вого						
коллектива		31,1		42,1		22,0
администрация		40,4		19,2		47,3
сторонние						
физические						
лица		41,2		24,8		28,3
Юридические лица нефинан- сового типа	13,2	53,7	9,9	28,2	28,3	44,9
Банки и прочие финансовые структуры	5,6	20,9	0,4	5,0	6,4	25,6
Иностранные инвесторы	0	0	1,3	18,5	1,5	23
Прочие инвесторы	4,1	15,3	11,6	27,1	7,4	29,6

Таблица 4

**Распределение собственности предприятий разной величины
в 2002 г., % от уставного капитала**

Тип собственника	Типы предприятий, выделенные на основании среднесписочной численности работников					
	Мелкие (до 300 чел.)		Средние (от 300 до 1000 чел.)		Крупные (1000 чел. и более)	
	Доля предприя- тий, кото- рые охва- тывает собствен- ник, %	Сред- няя доля, %	Доля предприя- тий, кото- рые охва- тывает собствен- ник, %	Сред- няя доля, %	Доля предприя- тий, кото- рые охва- тывает собствен- ник, %	Сред- няя доля, %
Государство	16,3	38,0	12,8	32,0	16,4	38,1
Физические лица, всего	63,6		51,5		34,1	
В том числе						
члены						
трудового						
коллектива		39,5		27,6		7,3
администрация		29,1		19,2		30,7
сторонние						
физические						
лица		17,1		31,5		13,9
Юридические лица нефинан- сового типа	17,6	24,6	24,0	59,6	28,5	40,9
Банки и прочие финансовые структуры	1,0	5,9	0,4	4,7	11,3	32,8
Иностранные инвесторы	0	0	0	0	4,9	34,2
Прочие инвесторы	1,5	18,0	11,3	25,8	4,8	27,5

Таблица 5

**Распределение собственности предприятий разной величины
в 2006 г., % от уставного капитала**

Тип собственника	Типы предприятий, выделенные на основании среднесписочной численности работников					
	Мелкие (до 300 чел.)		Средние (от 300 до 1000 чел.)		Крупные (1000 чел. и более)	
	Доля предприя- тий, кото- рые охва- тывает собствен- ник, %	Сред- няя доля, %	Доля предприя- тий, кото- рые охва- тывает собствен- ник, %	Сред- няя доля, %	Доля предприя- тий, кото- рые охва- тывает собствен- ник, %	Сред- няя доля, %
Государство	18,2	47,4	11,8	41,3	13,7	34,3
Физические лица, всего	61,4		47,0		30,7	
В том числе						
члены						
трудового						
коллектива		23,9		33,7		7,5
администрация		28,3		19,1		28,7
сторонние						
физические						
лица		34,1		12,0		13,5
Юридические лица нефинан- сового типа	14,1	40,8	28,5	37,3	28,8	29,4
Банки и прочие финансовые структуры	1,1	7,0	0,4	5,0	17,3	42,8
Иностранные инвесторы	0	0	0	0	4,9	37,7
Прочие инвесторы	5,2	13,1	12,3	24,7	4,6	17,3

Таблица 6

**Контроль на предприятиях выборки на момент создания АО,
% ответивших**

Тип собственника	Есть блокирующий пакет (> 25 % и < 50 %)	Есть контрольный пакет (> 50 %)	Есть контрольный и блокирующий пакеты	Всего
Государство	2	4	27	33
Работники предприятия	14	6	4	24
Генеральный директор	0	2	0	2
Сторонние физические лица	9	6	6	20
Банки и инвести- ционные фонды	2	0	0	2
Нефинансовые юридические лица	0	6	6	12
Иностранные инвесторы	0	0	0	0
Прочие	2	6	0	8
<i>Всего ОАО</i>	28	29	43	100

Таблица 7

Контроль на предприятиях выборки в 2002 г., % ответивших

Тип собственника	Есть блокирующий пакет (> 25 % и < 50 %)	Есть контрольный пакет (> 50 %)	Есть контрольный и блокирующий пакеты	Всего
Государство	7	8	5	20
Работники предприятия	5	7	2	14
Генеральный директор	2	0	2	3
Сторонние физические лица	0	9	13	20
Банки и инвести- ционные фонды	2	2	5	9
Нефинансовые юридические лица	5	7	14	25
Иностранные инвесторы	0	0	2	2
Прочие	2	6	0	8
<i>Всего ОАО</i>	20	39	41	100

Таблица 8

Контроль на предприятиях выборки в 2006 г. , % ответивших

Тип собственника	Есть блокирующий пакет (> 25 % и < 50 %)	Есть контрольный пакет (> 50 %)	Есть контрольный и блокирующий пакеты	Всего
Государство	5	2	11	18
Работники предприятия	5	2	2	9
Генеральный директор	0	4	3	7
Сторонние физические лица	11	7	7	25
Банки и инвести- ционные фонды	3	3	0	6
Нефинансовые юридические лица	11	9	4	24
Иностранные инвесторы	0	2	2	4
Прочие	2	3	2	7
<i>Всего ОАО</i>	37	32	31	100

Таблица 9

Тип контролирующего собственника — владельца пакета 50 % + 1 акция

Тип собственника	На момент создания АО		2002		2005		2006	
	Доля ответив- ших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала	Доля ответив- ших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала	Доля ответив- ших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала	Доля ответив- ших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала
Государство	42,11	58,56	18,60	69,38	17,14	60,88	19,44	59,47
Работники предприятия	13,16	77,00	13,95	67,97	5,71	90,00	5,56	82,50
Генеральный директор	2,63	100,00	2,33	62,30	8,57	70,46	11,11	65,35
Сторонние физические лица	15,79	75,85	18,60	67,92	25,71	72,30	22,23	75,77
Банки	0,00	0,00	2,33	85,03	5,71	94,00	5,56	91,20
Инвестиционные фонды	0,00	0,00	2,33	50,70	0,00	0,00	0,00	0,00
Нефинансовые юридические лица	5,26	82,07	0,00	0,00	14,29	78,79	11,11	75,57
В том числе								
группа компаний	10,53	66,22	32,56	79,29	8,57	72,63	8,33	82,29
Иностранные инвесторы	0,00	0,00	9,30	56,35	5,71	65,50	5,56	65,50
Прочие	10,53	86,00	18,60	69,38	8,57	71,54	11,11	79,41
Всего ОАО	43		44		38		36	

Таблица 10

Тип собственника — владельца блокирующего пакета обыкновенных акций (от 25 до 50 %)

Тип собственника	На момент создания АО			2002		2005		2006	
	Доля отвetic- ших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала	Доля отвetic- ших ОАО, %	Доля отвetic- ших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала	Доля отвetic- ших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала	Доля отвetic- ших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала
Государство	13,51	37,00	26,32	39,52	16,33	39,01	14,29	38,01	38,01
Работники предприятия	37,84	38,06	23,68	38,90	22,45	33,75	21,43	33,19	33,19
Генеральный директор	5,41	39,50	2,63	40,00	2,04	41,40	2,38	30,00	30,00
Сторонние физические лица	21,63	36,50	15,79	33,28	28,58	31,49	23,80	30,68	30,68
Банки	2,70	49,00	2,63	34,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Инвестиционные фонды	5,41	38,50	2,63	33,00	2,04	28,00	2,38	28,00	28,00
Группа компаний	0,00	0,00	18,42	41,28	8,16	35,41	9,52	35,95	35,95
Нефинансовые юридические лица	2,70	45,73	21,05	28,70	18,36	34,92	21,42	35,56	35,56
В том числе:									
группа компаний	0,00	0,00	18,42	41,28	8,16	35,41	9,52	35,95	35,95
Иностранные инвесторы	0,00	0,00	5,26	34,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Прочие	10,81	37,06	26,32	39,52	10,20	40,20	14,29	41,20	41,20
Всего ОАО	37	37	37	39	42				

Таблица 11

Тип крупнейшего акционера в компании, % ответивших (самооценка предприятий)

Тип собственника	На момент создания АО		2002		2005		2006	
	Доля ответивших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала	Доля ответивших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала	Доля ответивших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала	Доля ответивших ОАО, %	Средний пакет, % от уставного капитала
Государство	33,96	56,78	20,00	66,14	16,95	53,23	19,23	53,43
Работники предприятия	22,64	55,23	13,33	61,38	11,86	51,14	9,62	53,80
Генеральный директор	1,89	100,00	3,33	48,65	6,78	63,19	7,69	65,35
Сторонние физические лица	18,87	69,05	13,33	83,50	23,72	64,56	17,31	100,00
Банки	0,00	0,00	0,017	85,00	5,08	71,00	5,77	69,13
Инвестиционные фонды	1,89	28,00	0,00	0,00	1,69	28,00	1,92	28,00
Нефинансовые юридические лица	11,32	82,07	30,00	72,22	23,72	64,07	25,00	60,63
В том числе:								
группа компаний	7,55	66,22	30,00	72,22	8,47	59,91	9,62	66,13
Иностранные инвесторы	0,00	0,00	18,33	83,55	3,39	65,50	3,85	65,50
Прочие	9,43	76,62	20,00	66,14	6,78	63,43	9,62	71,35
Всего ОАО	51		55		58		55	

Таблица 12

Выплаты дивидендов на предприятиях выборки

Год, с которого началась регулярная выплата дивидендов	Доля от общего числа ОАО выборки, %
2004	2,04
2003	5,1
2001	3,06
2000	3,06
1998	2,04
1996	3,06
1995	1,02
1994	2,04
1993	2,04
1992	2,04
<i>Всего предприятий, регулярно выплачивающих дивиденды</i>	25,5
<i>Всего предприятий, не регулярно выплачивающих дивиденды</i>	74,5

Таблица 13

Раскрытие информации на предприятиях выборки, % ответивших

Тип публично раскрываемой информации	Доля от общего числа ответивших, %
Годовой отчет	64
Объявления об очередном общем собрании акционеров	61
Сообщения о событиях из жизни предприятия	59
Годовая финансовая отчетность	58
Список аффилированных лиц	47
Производственные результаты	47
Ежеквартальные отчеты	46
Аналитические статьи	36
Примечания к финансовой отчетности	30
Список действительных владельцев контрольных пакетов акций (50 %)	16
Список действительных владельцев блокирующих пакетов (25 % + 1)	13
Список всех действительных владельцев акций	13
Вознаграждения членов совета директоров на индивидуальной основе	11
Вознаграждения членов совета директоров на коллективной основе	11
Вознаграждения членов исполнительных органов на индивидуальной основе	7
Вознаграждения членов исполнительных органов на коллективной основе	7
Акционерный вестник	1
Прочая информация	21

Таблица 14

Препятствия для внедрения стандартов корпоративного управления (самооценка предприятий)

Тип барьера	Доля ответивших, %
Отсутствие знаний, информации о передовой практике	31
Риски, связанные с прозрачностью бизнеса	28
Несовершенство российского законодательства	22
Отсутствие квалифицированных специалистов	19
Препятствий нет	17
Низкая окупаемость затрат на корпоративное управление	15
Непонимание собственниками возможностей применения механизмов корпоративного управления	13
Морально не готовы	2
Большая доля государства в собственности	1

Таблица 15

Планируемые изменения в сфере корпоративного управления на предприятиях выборки (в порядке убывания значимости), самооценка

Тип изменений	Доля предприятий выборки, %
Обучение сотрудников вопросам корпоративного управления	36,7
Составление и принятие кодекса корпоративного управления	23,5
Разработка и утверждение внутренних документов в соответствии с Кодексом корпоративного поведения	23,5
Изменения не планируются	23,5
Создание комитетов в совете директоров	18,4
Проведение комплексного анализа системы корпоративного управления	17,3
Внедрение управления стоимостью компании	14,3
Введение независимых директоров в совет директоров	13,3
Учреждение должности корпоративного секретаря	12,2
Другое	3,1

Таблица 16

Отраслевая принадлежность бизнес-групп, % от общего числа интегрированных компаний выборки

Отрасль	Доля предприятий
Металлургия	28,57
Пищевая промышленность	7,14
Химическая промышленность	8,57
Машиностроение и металлообработка	24,29
Строительство и промышленность стройматериалов	17,14
Транспорт и связь	14,29
<i>Всего</i>	100

Таблица 17

Распределение собственности на интегрированных и независимых предприятиях по состоянию на 2006 г., %

Тип собственника	Члены холдинга		Независимые компании	
	Доля АО выборки	Средний пакет	Доля АО выборки	Средний пакет
Государство	27,27	34,09	37,93	46,30
Работники-пенсионеры	54,55	14,32	72,41	24,52
Сторонние физические лица	54,55	31,78	51,72	25,81
Генеральный директор	31,82	30,05	55,17	14,11
Члены совета директоров	36,36	18,51	37,93	26,75
Банки	27,27	41,86	0,00	0,00
Инвестиционные фонды	0,00	0,00	10,34	10,33
Группа компаний	31,82	33,34	3,45	43,79
Юридические лица	54,55	28,36	44,83	30,66
Иностранные инвесторы	9,09	36,97	6,90	51,50
Прочие	40,91	20,56	48,28	28,01

Таблица 18

**Распределение собственности в интегрированных и независимых
предприятиях по состоянию на 2006 г., %**

Тип собственника	Члены холдинга		Независимые компании	
	Доля АО выборки	Средний пакет	Доля АО выборки	Средний пакет
Государство	31,25	47,40	63,33	49,21
Работники-пенсионеры	43,75	37,71	73,33	33,13
Сторонние физические лица	43,75	44,84	33,33	34,76
Генеральный директор	25,00	29,69	36,67	13,94
Члены совета директоров	18,75	20,00	26,67	24,20
Банки	12,50	25,55	0,00	0,00
Инвестиционные фонды	6,25	5,00	13,33	20,90
Группа компаний	31,25	45,68	0,00	0,00
Юридические лица	31,25	28,11	20,00	32,02
Иностранные инвесторы	6,25	18,52	3,33	23,00
Прочие	31,25	32,56	30,00	38,11

Таблица 19

**Привлечение внешнего финансирования инвестиционных про-
грамм предприятий, % ответивших**

Источник финансирования инвестиций	2002		2006	
	Частные ОАО	ОАО с участием государства в собственности	Частные ОАО	ОАО с участием государства в собственности
Банковские займы	62,5	33	70	68
Выпуск облигаций	0	17	4	0
Выпуск акций	12,5	0	12	0
Государственная помощь	0	33	51	81

РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНИВАНИЯ

Таблица 1

Переменные модели

№ п/п	Переменная	Значение
Характеристики корпоративного управления		
1	<i>GD_BD</i>	Dummy, равная 1, если CEO компании является одновременно председателем совета директоров, и 0 в противном случае
2	<i>Dividends</i>	Dummy, равная 1, если компания выплачивала в последние 5 лет регулярно дивиденды в денежной форме, и 0 в противном случае
3	<i>indDir</i>	Число независимых директоров в совете
4	<i>Edu_3</i>	Dummy, равная 1, если менеджеры имеют ученую степень, и 0 в противном случае
5	<i>Committee</i>	Количество действующих комитетов в составе совета
6	<i>Mgr_change</i>	Dummy, равная 1, если в компании произошла смена топ-менеджера по инициативе акционеров, и 0 в противном случае
7	<i>BD_change</i>	Dummy, равная 1, если за предшествовавшие опросу три года произошла смена более половины совета директоров, и 0 в противном случае
8	<i>IAS_GAAP</i>	Dummy, равная 1, если компания готовит отчетность по международным стандартам отчетности, и 0 в противном случае
9	<i>Type_info</i>	Количество видов информации, раскрываемых компанией публично в соответствии с классификацией опросника
10	<i>Listing</i>	Dummy, равная 1, если акции компании имеют котировку, и 0 в противном случае
11	<i>disclosure</i>	Количество различных информационных каналов, в которых компания помещает финансовую отчетность и информацию для инвесторов и акционеров
12	<i>secretary</i>	Dummy, равная 1, если в компании есть должность корпоративного секретаря, и 0 в противном случае
13	<i>outdir</i>	Dummy, равная 1, если в составе совета директоров есть независимые директора, и 0 в противном случае

№ п/п	Переменная	Значение
Характеристики структуры и концентрации собственности		
1	<i>s_state</i>	Доля государственной собственности, %
2	<i>s_person</i>	Доля физических лиц — не работников компании, %
3	<i>s_foreign</i>	Доля иностранных инвесторов, %
4	<i>s_comps</i>	Доля компаний, не объединенных в группу, %
5	<i>s_large</i>	Доля крупнейшего акционера, %
6	<i>s_federal</i>	Доля федеральной собственности, %
7	<i>blocks</i>	Dummy, равная 1, если акционерами аккумулируются акции для голосования, и 0 в противном случае
Характеристики инвестиционной деятельности		
1	<i>brand</i>	Dummy, равная 1, если компания владеет известным брендом товара или услуги, и 0 в противном случае
2	<i>Invest_pl</i>	Dummy, равная 1, если компания планирует привлечение внешних инвестиций, и 0 в противном случае
3	<i>Strat_yr</i>	Период, на который составляется стратегический план, годы
Контрольные переменные		
1	<i>I_metal</i>	Dummy, равная 1, если компания относится к металлургии, и 0 в противном случае
2	<i>Privat</i>	Dummy, равная 1, если компания была образована в ходе приватизации, и 0 в иных случаях
3	<i>holding</i>	Dummy, равная 1, если компания входит в холдинг, и 0 в противном случае
Параметры эффективности работы компании		
1	<i>LabProd</i>	Отношение выручки от продаж к среднегодовой численности сотрудников
2	<i>ROE</i>	Отношение чистой прибыли к стоимости собственного капитала
3	<i>ROA</i>	Отношение чистой прибыли к среднегодовой величине совокупных активов компании
4	<i>Profit</i>	Отношение чистой прибыли к выручке от продаж
5	<i>Balance profit/revenue</i>	Отношение валовой прибыли к выручке от продаж

Таблица 2

**Факторы рентабельности продаж на уральских предприятиях
(balance profit/revenue) (simple regression)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>I_metal</i>	0,27** (2,51)	0,299** (2,74)	0,29** (2,95)	0,284** (2,8)	0,298** (2,9)
<i>IAS_GAAP</i>	0,195** (2,24)	0,215** (2,46)	0,264** (3,18)	0,275** (3,1)	0,266** (3,13)
<i>s_state</i>				0,002 (1,22)	
<i>s_person</i>					-0,0009 (-0,92)
<i>holding</i>	0,028 (0,41)	0,054 (0,83)	0,076 (1,26)	0,086 (1,3)	0,082 (1,28)
<i>Privat</i>	0,234** (2,48)	0,257** (2,71)	0,214** (2,52)	0,223** (2,5)	0,213 (2,47)
<i>Mgr_change</i>	-0,032 (-0,36)				
<i>Invest_pl</i>		0,074 (1,11)			
<i>Strat_yr</i>			-0,044** (-2,7)	-0,044** (-2,65)	-0,045** (-2,67)
<i>brand</i>				-0,028 (-0,41)	
<i>BD_change</i>					-0,021 (-0,33)
<i>_cons</i>	0,2495*** (1,99)	-0,373*** (-2,16)	-0,074 (-0,66)	-0,068 (-0,59)	-0,061 (-0,50)
N	35	35	34	34	34
R ²	0,4522	0,4736	0,5705	0,5733	0,5724

	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>I_metal</i>	0,27** (2,66)	0,264** (2,46)	0,282** (2,56)	0,292** (2,96)	0,291* (2,93)
<i>IAS_GAAP</i>	0,224** (2,39)	0,259* (3,2)	0,25* (2,87)	0,279* (3,29)	0,259* (3,07)
<i>s_state</i>		0,002 (1,21)	0,002 (1,21)		
<i>s_person</i>			-0,01 (-1,12)		
<i>holding</i>					0,082 (1,34)
<i>Privat</i>	0,25** (2,66)	0,193** (2,08)	0,189*** (2,01)	0,216*** (2,53)	0,235*** (2,62)
<i>Strat_yr</i>	-0,046* (-2,78)	-0,046* (-2,7)	-0,05* (-2,8)	-0,042 (-2,58)	-0,043** (-2,58)
<i>Committee</i>	0,031 (0,91)				
<i>secretary</i>			-0,05 (-0,67)		
<i>GD_BD</i>			-0,077 (-0,79)		
<i>indDir</i>				-0,72 (-0,93)	
<i>Dividends</i>					-0,05 (0,79)
<i>_cons</i>	-0,115 (-0,94)	0,057 (0,28)	0,104 (0,49)	-0,086 (-0,75)	-0,185 (-1,02)
N	34	33	33	34	34
R²	0,5841	0,5831	0,594	0,5849	0,589

Таблица 3

**Факторы производительности труда на уральских предприятиях
(Lab Prod) (simple regression)**

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>I_metal</i>	151671** (2,22)	103390** (2,22)	123377** (2,38)	111696** (2,31)
<i>IAS_GAAP</i>	59876 (1,22)	137901* (3,77)	123706* (3,09)	140791* (3,78)
<i>s_state</i>	-420,8 (-0,42)	2196** (2,44)	2090** (2,29)	2069** (2,24)
<i>s_person</i>				-461,5 (-1,12)
<i>holding</i>		48013 (1,38)		
<i>Privat</i>	119056 (-2,99)	68778,1*** (1,99)	68176,9*** (1,96)	72689,9*** (2,06)
<i>Mgr_change</i>	-27149 (-0,57)			
<i>Strat_yr</i>		-38453* (-4,55)	-39382* (-4,5)	-38310 (-458)
<i>brand</i>			28134 (0,90)	
<i>BD_change</i>				-21130 (-0,77)
<i>_cons</i>	1,7999*** (1,94)	41704 (1,09)	37639 (0,98)	53329 (1,29)
N	27	25	25	25
R ²	0,4841	0,785	0,761	0,76

	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>I_metal</i>	97882*** (2,03)	90749*** (2,09)	101834*** (2,34)	94107*** (1,06)
<i>IAS_GAAP</i>	123459** (2,82)	139906* (4,36)	135897* (4,3)	142322* (3,82)
<i>s_state</i>	2332** (2,48)	1851** (2,32)	2050** (2,57)	2564** (2,56)
<i>s_person</i>				-458 (1,13)
<i>holding</i>	45726 (1,29)			
<i>Privat</i>	77035*** (2,05)	64015*** (1,18)	85964** (2,38)	62151*** (1,76)
<i>Strat_yr</i>	39541,5* (-4,51)	-39034* (-5,21)	38786** (2,710)	-41674* (-4,49)
<i>commitee</i>	8852 (0,63)		58786,2** (2,17)	
<i>Secretary</i>		58772** (2,14)		
<i>GD_BD</i>			52340 (1,26)	
<i>Ind_Dir</i>				30274 (0,87)
<i>_cons</i>	31130 (0,74)	176330,3** (2,63)	135118,1*** (1,84)	52098 (1,29)
N	25	24	24	25
R ²	0,75	0,83	0,84	0,76

	(9)	(10)	(11)	(12)
<i>I_metal</i>	81014,49 (1,63)	109028,2** (2,34)	153578,3* (3,54)	103397,6* (3,26)
<i>IAS_GAAP</i>	144931,7* (3,95)	88499,5*** (2,05)	121072,4* (3,03)	101152,2* (3,60)
<i>s_state</i>	2330,2** (2,60)	-129,2 (-0,16)	1462,7*** (1,93)	1769,8* (2,96)
<i>s_person</i>	-378,5 (-1,00)	-395,4 (-1,01)	-382,1276 (-1,15)	-293,8 (-1,10)
<i>holding</i>	63871,7*** (1,73)			
<i>Privat</i>	70487*** (2,06)	103431,4** (2,56)	74188,6** (2,21)	70854,3** (2,49)
<i>Strat_yr</i>	-38798* (-4,65)		-32526,5* (-4,3)	-30247,1* (-4,62)
<i>dividends</i>	-34709,8 (-1,19)			
<i>blocks</i>			28534,5 (1,08)	
<i>s_comps</i>				163895,4* (3,38)
<i>_cons</i>	-23348,1 (-0,35)	-44383,3 (-1,03)	37654,6 (1,01)	25874,7 (0,86)
N	25	28	23	26
R ²	0,7712	0,4356	0,7869	0,8543

Таблица 4

**Факторы рентабельности активов на уральских предприятиях
(ROA) (simple regression)**

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>I_metal</i>	42,35 (1,66)	20,33 (0,81)	46,60*** (1,77)	52,56** (2,06)
<i>IAS_GAAP</i>	49,55** (1,73)	32,43 (1,22)	27,2 (1,05)	31,97 (1,31)
<i>s_federal</i>	0,12 (0,20)			
<i>s_state</i>			-0,10 (-0,19)	
<i>s_person</i>	-0,43 (-1,17)			
<i>s_large</i>	-0,74 (-1,58)			
<i>Edu3</i>		58,25*** (1,88)	56,27*** (1,84)	
<i>privat</i>			47,92*** (1,82)	27,84 (1,06)
<i>Type_info</i>				5,15** (2,25)
<i>_cons</i>	38,46 (1,21)	24,44 (0,12)	-41,02 (1,53)	-55,62** (-2,02)
N	47	50	50	50
R ²	0,237	0,2407	0,2708	0,3124

Таблица 5

**Факторы рентабельности собственного капитала
на уральских предприятиях (ROE) (simple regression)**

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>I_metal</i>	34,15 (0,85)	83,72*** (1,86)	91,9** (2,18)	84,59** (2,08)
<i>IAS_GAAP</i>	51,9 (1,22)	70,73*** (1,73)	86,16** (2,1)	51,39 (1,32)
<i>s_federal</i>	-0,69 (-0,65)			
<i>s_state</i>		0,57 (0,74)		
<i>S_person</i>	-0,21 (-0,52)			
<i>Edu3</i>	92,98*** (1,89)			
<i>holding</i>		16,2 (0,54)		
<i>privat</i>		62,84 (1,43)	77,16*** (1,77)	42,77 (1,02)
<i>disclosure</i>			-16,56 (-1,28)	
<i>Type_info</i>				8,19** (2,24)
<i>_cons</i>	2,44 (0,09)	57,19 (0,92)	-37,56 (-0,87)	-88,62** (-2,02)
N	50	48	50	50
R ²	0,243	0,2390	0,2622	0,3142

Таблица 6

**Факторы рентабельности продаж на уральских предприятиях
(Profit) (simple regression)**

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>I_metal</i>	0,981 (1,36)	1,519** (2,18)	0,767 (1,62)	1,215** (2,03)
<i>IAS_GAAP</i>	0,727 (-1,22)	-0,718 (-1,16)	-1,36** (-2,59)	-0,483 (-0,89)
<i>s_state</i>	-0,003 (-0,21)	-0,0001 (-0,01)	-0,019*** (-1,9)	-0,007 (-0,65)
<i>S_person</i>	0,015** (2,26)	0,008 (1,07)	0,007 (1,44)	0,008 (1,53)
<i>holding</i>	0,412 (0,95)	0,312 (0,7)		
<i>privat</i>	-0,934 (-1,58)	-0,46 (-0,81)	-0,509 (-1,13)	-0,909*** (-1,71)
<i>Strategy_yr</i>	0,008 (0,07)	-0,015 (-0,13)		
<i>secretary</i>	1,253** (2,4)			
<i>IndDir</i>		0,972)*** (1,81)		
<i>Edu3</i>			2,375* (3,98)	
<i>disclosure</i>				0,343*** (1,93)
<i>_cons</i>	2,425*** (1,85)	-0,08 (-0,12)	0,272 (0,6)	-0,152 (-0,26)
N	35	36	40	40
R ²	0,4557	0,4076	0,5054	0,3411

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
Глава 1. Интересы участников и развитие инструментов корпоративного управления в российских компаниях	19
1.1. Конфликт интересов в современной корпорации и корпоративное управление: теоретические и методические рамки эмпирического исследования	19
1.2. Мотивы инвесторов и условия преимущественного развития внутренних механизмов корпоративного управления на российских предприятиях	28
Глава 2. Концентрация собственности и контроля в российских компаниях	42
2.1. Эволюция структуры собственности в российских компаниях	42
2.2. Концентрация собственности и формирование основных типов контроля	51
Глава 3. Корпоративное управление в условиях концентрированной собственности	66
3.1. Основные тенденции развития совета директоров в российских компаниях	67
3.2. Совет директоров и корпоративный контроль	71
3.3. Дивидендная и инвестиционная политика: проблема защиты интересов инвесторов	86
3.4. Корпоративное управление при разделении владения и управления в интегрированных компаниях	98
Глава 4. Государство и развитие внутренних механизмов корпоративного управления	110
4.1. Государство и корпоративное управление в российских компаниях: постановка проблемы	110
4.2. Масштабы государственного участия в российских корпорациях	112
4.3. Участие государства в собственности региональных компаний	120
4.4. Специфика корпоративного управления в компаниях с государственным участием	124

4.5. Государство в региональных компаниях: реализации функций собственника и регулятора	129
Глава 5. Корпоративное управление и эффективность компаний	140
Заключение	162
<i>Приложение 1. Описание предприятий, принявших участие в обследовании</i>	<i>165</i>
<i>Приложение 2. Основные результаты опроса предприятий</i>	<i>177</i>
<i>Приложение 3. Результаты оценивания</i>	<i>195</i>

- Ружанская, Л. С.**
Р837 Развитие внутренних механизмов корпоративного управления в российских компаниях [Текст] / Л. С. Ружанская. — Екатеринбург.: Изд-во Урал. ун-та, 2008. — 208 с.

ISBN 978-5-7996-0385-4

Монография посвящена анализу закономерностей развития корпоративного контроля, совета директоров, раскрытия информации и дивидендной политики в открытых акционерных обществах Уральского экономического региона. Выявлены характерные особенности корпоративных отношений в старопромышленном регионе: высокий уровень интеграции и концентрированный корпоративный контроль со значительной ролью государства. Определены условия дальнейшего развития внутренних механизмов корпоративного управления и дана оценка их влияния на эффективность уральских компаний.

Адресовано специалистам-практикам в области корпоративного управления; экономистам-исследователям; сотрудникам органов государственного регулирования (ФСФР, Росимущество и др.); преподавателям, аспирантам и студентам экономических специальностей вузов; всем интересующимся вопросами корпоративного управления, финансовыми рынками, корпоративными финансами.

ББК У9(2)212.4

Научное издание

Ружанская Людмила Станиславовна

РАЗВИТИЕ ВНУТРЕННИХ МЕХАНИЗМОВ
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ
В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

Редактор и корректор
Компьютерная верстка
Ответственный за выпуск

Т. А. Федорова
Л. А. Хухаревой
И. С. Малечко

Подписано в печать 19.11.2008. Формат 60 × 84 1/16. Бумага офсетная. Гарнитура Times.
Уч.-изд. л. 12,0. Усл. печ. л. 12,09. Тираж 130 экз. Заказ *152*

Издательство Уральского университета
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4.

Отпечатано в ИПЦ «Издательство УрГУ»
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4.

ISBN 978-5-7996-0385-4

